

Avis de publication des ACVM
Projet de modifications à la Norme canadienne 23-101 sur les
règles de négociation
Modification de l'Instruction complémentaire relative à la
Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation*

Le 7 avril 2016

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») ont approuvé des modifications à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* (la « règle ») et à l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* (l'« instruction complémentaire ») (collectivement, les « modifications »), et mettent la dernière main à une méthode de surveillance réglementaire des droits relatifs aux données de marché (la « méthode d'examen des droits relatifs aux données »).

Les modifications, ainsi que d'autres éléments d'information pertinents, sont publiés avec le présent avis et peuvent être consultés sur les sites Web de divers membres des ACVM, notamment :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications entreront en vigueur le 6 juillet 2016, sauf celles concernant le seuil de part de marché, qui entreront en vigueur le 1^{er} octobre 2016.

Objet

Les modifications visent à mettre à jour la règle et l'instruction complémentaire en fonction de l'application du régime de protection des ordres (RPO) et en réponse à des faits nouveaux sur les marchés. Elles adaptent le cadre réglementaire de façon à conserver les principes fondamentaux du RPO, mais règlent certaines questions d'inefficiences et de coûts découlant de la mise en œuvre de ce dernier. En outre, elles ajoutent dans l'instruction complémentaire des indications relatives à l'application du RPO aux cas où un marché a instauré un délai intentionnel.

Contexte

À la suite d'un examen du RPO, les ACVM ont publié des projets de modification de la règle et de l'instruction complémentaire le 15 mai 2014 (l'« avis de 2014 »)¹. Après examen des commentaires reçus dans le cadre de la première consultation, nous avons apporté des changements mineurs à certains aspects des projets. Pour de plus amples renseignements sur l'objet des projets de modification, se reporter à l'avis de 2014.

De plus, le 12 juin 2015, nous avons publié un projet de modification de l'instruction complémentaire en réponse à des changements apportés à la fonctionnalité de certains marchés (l'« avis de 2015 »)². Ces changements imposent des délais dans la saisie des ordres dans le moteur de négociation du marché, ce qui aurait comme conséquence d'empêcher pendant un certain temps l'exécution immédiate des ordres soumis contre le volume affiché. L'introduction de ces délais, appelés communément des « ralentisseurs », a soulevé la question de savoir si le RPO devrait s'appliquer aux ordres affichés sur ces marchés. En réponse aux commentaires reçus à l'égard de l'avis de 2015, nous avons apporté des changements mineurs au libellé proposé à l'origine. Pour de plus amples renseignements, se reporter à l'avis de 2015.

Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

En réponse à l'avis de 2014 et à l'avis de 2015, nous avons reçu respectivement 27 et 14 mémoires. Nous avons étudié les commentaires des intervenants et les remercions de leur participation. Le nom des intervenants et un résumé des commentaires, accompagnés de nos réponses, sont présentés en Annexe B et en Annexe C du présent avis. Les mémoires peuvent être consultés au www.lautorite.qc.ca.

Résumé des modifications et changements notables

L'Annexe A du présent avis contient un résumé des modifications ainsi qu'une description des changements notables apportés aux modifications proposées dans l'avis de 2014 et l'avis de 2015.

Points d'intérêt local

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières sont publiés avec le présent avis.

¹ Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, volume 11, n° 19 du 15 mai 2014.

² Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, volume 12, n° 24 du 18 juin 2015.

Annexes

- A. Résumé des modifications et changements notables
- B. Projet de modifications à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation*
- C. Projet de modifications à l'instruction complémentaire à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation*
- D. Liste des intervenants sur les projets de modification publiés le 15 mai 2014 et celui publié le 12 juin 2015
- E. Résumé des commentaires reçus à l'égard de l'avis de 2014 et de l'avis de 2015, accompagné des réponses des ACVM
- F. Méthode d'examen des droits relatifs aux données

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Serge Boisvert Analyste à la réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca	Roland Geiling Analyste en dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers roland.geiling@lautorite.qc.ca
Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tstern@osc.gov.on.ca	Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tbaikie@osc.gov.on.ca
Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario abazavan@osc.gov.on.ca	Louis-Philippe Pellegrini Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario lpellegrini@osc.gov.on.ca
Paul Redman Principal Economist, Strategy & Operations Commission des valeurs mobilières de l'Ontario predman@osc.gov.on.ca	Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission lynn.tsutsumi@asc.ca
Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission sasha.cekerevac@asc.ca	Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission bsinclair@bcsc.bc.ca

ANNEXE A

Résumé des modifications et des changements notables

La présente annexe contient un résumé des modifications et une description des changements notables apportés aux projets de modification publiés dans l'avis de 2014 et l'avis de 2015. Elle fournit en outre des précisions sur d'autres questions relatives aux modifications. L'information y est présentée sous les rubriques suivantes :

1. Seuil de part de marché
2. Ordres figés ou croisés
3. Frais de négociation
4. Délais intentionnels dans le traitement des ordres
5. Méthode d'examen des droits relatifs aux données
6. Obligations de meilleure exécution et communication d'information
7. Étude pilote sur l'interdiction des marchés de payer des rabais

Dans la présente annexe, on entend par « marchés protégés » les marchés qui affichent des ordres protégés en vertu du RPO et par « marchés non protégés » les marchés n'affichant pas d'ordres protégés.

1. Seuil de part de marché

Nous demeurons d'avis que le RPO est un élément précieux du cadre réglementaire, mais reconnaissons toutefois que son application actuelle a introduit des inefficiences et des coûts. De plus, nous estimons que la règle procure une forme de soutien aux marchés en exigeant que les participants au marché aient accès directement ou indirectement à tous les marchés protégés et paient les coûts qui y sont associés. Les modifications laisseront aux participants au marché la latitude nécessaire pour déterminer si et quand ils doivent accéder à la négociation sur certains marchés en limitant l'application du RPO aux ordres affichés sur les marchés qui atteignent le seuil de part de marché établi par les ACVM.

Les avis exprimés en réponse à la publication de l'avis de 2014 sont partagés en ce qui a trait au seuil de part de marché. Les partisans de cette solution n'appuient pas unanimement le seuil précis proposé, certains ayant présenté des arguments en faveur d'un pourcentage plus élevé et d'autres, plus bas. Nombre d'intervenants ont indiqué que tout pourcentage appliqué serait arbitraire. Les opposants s'inquiètent des répercussions sur la concurrence et de la complexité accrue qu'elle créerait sur les

marchés, du fait que certains marchés visibles afficheraient des ordres protégés en vertu du RPO et d'autres des ordres non protégés.

Nous prenons acte des préoccupations exprimées dans certains des mémoires présentés. Cependant, après examen de tous les commentaires reçus, nous estimons que l'établissement d'un seuil est la méthode la plus pertinente actuellement pour équilibrer les avantages du RPO et les coûts associés à son application.

Nous demeurons favorables à la concurrence entre les marchés, mais estimons que les avantages qui en découlent devraient se réaliser en accordant aux utilisateurs de services des marchés une certaine latitude dans la décision d'accéder ou non aux marchés et de payer ou non pour leurs services. Cela est particulièrement vrai lors du lancement de nouveaux marchés visibles au Canada, auxquels les participants sont actuellement tenus de se connecter ou d'accéder immédiatement pour s'assurer de respecter le RPO.

Le seuil de part de marché sera établi initialement dans chaque territoire par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières, à 2,5 %, calculé selon la moyenne de la part du volume et de la valeur ajustés¹ des opérations (pondérés également) sur un an², et appliquée au niveau du marché ou du mécanisme si un marché comporte plusieurs marchés ou mécanismes visibles³. Les opérations suivantes ne seraient pas prises en compte dans le calcul de la part de marché :

- les opérations sur des ordres passifs invisibles;
- la partie non interposée des applications intentionnelles⁴;
- les opérations sur les marchés ou mécanismes au fixage (y compris les mécanismes au fixage existants qui déterminent le cours d'ouverture et de clôture);
- les opérations sur lots irréguliers;
- les opérations auto-exécutées en exécution des obligations des teneurs de marché ou à l'exercice de droits de participation;
- les opérations sur des ordres assortis de conditions particulières.

Les ordres affichés sur une bourse reconnue qui n'atteint pas le seuil de part de marché seront protégés, mais seulement pour les titres qui y sont inscrits à la cote et négociés. Dans ces circonstances, de façon similaire à l'application du seuil de part de marché, la protection des ordres affichés visant des titres inscrits à la cote d'une bourse reconnue

¹ Le volume et la valeur des opérations seront ajustés pour en exclure certaines opérations.

² Le volume et la valeur seront calculés en fonction de l'ensemble du marché, plutôt que séparément par marché d'inscription.

³ Certains marchés ont actuellement des registres visibles distincts d'enchères en continu auxquels le seuil de part de marché sera appliqué séparément.

⁴ Sur certains marchés, un ordre déjà saisi par un courtier au même cours qu'une application intentionnelle qu'il exécute peut « s'interposer » dans celle-ci. Étant donné que l'ordre interposé serait protégé en vertu du RPO, il serait inclus dans le calcul de la part de marché.

s'appliquera au niveau de chaque marché ou mécanisme de la bourse si celle-ci comporte plusieurs marchés ou mécanismes.

i) Calcul du seuil de part de marché

Une fois le seuil établi dans chaque territoire par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières, la part de marché et la liste des marchés protégés seront rendus publics sur les sites Web des ACVM et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM). Le calcul initial pour les marchés protégés prendra effet pour une période de six mois et sera publié la première semaine de juin 2016. Il entrera en vigueur le 1^{er} octobre 2016 et reposera sur les données sur les opérations du 1^{er} juin 2015 au 31 mai 2016.

Après la période initiale, l'application du RPO aux ordres affichés, en ce qui a trait au seuil de part de marché, sera effective pendant une période d'un an et fera l'objet d'un renouvellement annuel, et ce, de façon continue. Les participants au marché disposeront d'un délai d'environ trois mois après la publication de chaque liste pour faciliter tout changement opérationnel requis. Les critères servant au calcul du seuil ainsi que le processus de communication de la liste des marchés protégés pendant la période effective seront également rendus publics, et tout changement au seuil de part de marché sera apporté par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières et sera annoncé publiquement au moyen d'un avis du personnel des ACVM.

Par souci de commodité, le tableau ci-dessous indique la période initiale de 6 mois et la période de référence, ainsi que le calendrier des calculs annuels par la suite.

	Période de calcul	Date de publication de la liste des marchés protégés	Date d'entrée en vigueur
Mise en œuvre initiale	Données sur les opérations du 1 ^{er} juin 2015 au 31 mai 2016	La première semaine de juin 2016	Du 1 ^{er} octobre 2016 au 31 mars 2017
Première application à tous les ordres	Données sur les opérations du 1 ^{er} janvier 2016 au 31 décembre 2016	Au plus tard le 15 janvier 2017	Le 1 ^{er} avril 2017
Mise en œuvre continue	Données sur les opérations du premier au dernier jour de l'année, tous les ans	Annuellement, au plus tard le 15 janvier de chaque année	Annuellement, le 1 ^{er} avril

ii) Examen continu de l'incidence du seuil

Nous avons l'intention d'exercer une surveillance continue de l'incidence du seuil. Nous comptons effectuer un examen de l'incidence du seuil de part de marché et des économies qui en découleront, et du pourcentage auquel il est établi, une fois que les données sur un an seront disponibles et analysables.

iii) Changements aux projets de modification présentés dans l'avis de 2014

Dans l'avis de 2014, nous proposons de fixer le seuil de part de marché à 5 %. Comme il est indiqué ci-dessus, les commentaires reçus à ce propos étaient partagés. À la suite des commentaires reçus dans le cadre de la consultation publique et de discussions au sein des ACVM, nous avons l'intention de fixer le seuil de part de marché à 2,5 %, calculé selon la moyenne de la part du volume et de la valeur ajustés des opérations, pondérés également.

Ce seuil inférieur permettra de remédier à certaines des préoccupations relatives aux répercussions possibles sur la concurrence, tout en fixant le niveau de base de l'activité de négociation à compter duquel les ordres affichés seront protégés. Ce seuil laissera aux courtiers un certain choix concernant les nouveaux marchés et ceux en dessous du seuil.

2. Ordres figés ou croisés

Les dispositions de l'article 6.5 de la règle relatives aux ordres figés ou croisés seront limitées dans leur application aux « ordres protégés ». Ce changement n'empêchera pas les participants au marché de saisir des ordres sur des marchés protégés qui figeraient ou croiseraient un ordre sur un marché non protégé.

3. Frais de négociation

Les modifications plafonneront les frais de négociation active facturés par les marchés⁵. Comme il était proposé dans l'avis de 2014, le plafond s'appliquera à la négociation de titres de capitaux propres et de parts de fonds négociés en bourse (FNB) aux enchères en continu et sera fixé à 0,0030 \$ par action ou part négociée pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus, et à 0,0004 \$ par action ou part négociée pour les titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$.

L'avis de 2014 indiquait également que le plafond de 0,0030 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus correspond à celui en vigueur aux États-Unis en vertu de la Rule 610(c) du Regulation National Market System. Nous reconnaissons que le plafond des frais de négociation excède les frais que facturent actuellement la plupart des marchés canadiens et prenons acte des commentaires reçus dans le cadre de la consultation publique selon lesquels le plafond est trop élevé. Nous avons décidé de conserver le plafond proposé de façon à plafonner provisoirement les frais de négociation active pendant que nous étudierons les autres étapes qui nous permettraient de régler la question du niveau des frais de négociation au Canada.

Nous prenons acte de l'avis des intervenants qui jugent que le plafond devrait être moins élevé. Cependant, comme notre marché est fortement intégré à celui des

⁵ Dans le cadre des modifications, les « frais de négociation active » s'entendent des frais exigés par les marchés pour exécuter un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur ce marché aux enchères en continu.

États-Unis et que l'activité de négociation visant les titres inscrits à la fois au Canada et aux États-Unis (les « titres intercotés ») est significative, nous craignons les répercussions négatives que l'établissement d'un plafond sur les frais de négociation des titres intercotés qui serait considérablement différent des plafonds comparables aux États-Unis pourrait avoir sur le marché canadien. Comme les fournisseurs de liquidité sont sensibles aux rabais qu'ils reçoivent pour afficher des ordres sur certains marchés, une diminution des frais facturés par ces marchés se traduirait par une baisse des rabais consentis également. Si l'écart entre les rabais consentis au Canada et aux États-Unis sur des titres intercotés était trop grand, il pourrait s'ensuivre un déplacement des liquidités vers les marchés américains et un élargissement des écarts sur les marchés canadiens.

Cependant, en plus des plafonds approuvés dans le cadre des modifications, nous publions aujourd'hui un avis distinct sollicitant des commentaires sur une révision du plafond des frais de négociation active, qui ne serait applicable qu'aux titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus et qui sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne, mais pas à celle d'une bourse américaine par ailleurs (les « titres non intercotés »). Le plafond proposé pour ces titres s'élèverait à 0,0017 \$ par action (on trouvera de l'information plus détaillée dans cet avis). Après approbation du plafond inférieur pour les titres non intercotés, le plafond des frais de négociation active de 0,0030 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus ne s'appliquerait qu'aux titres intercotés.

4. Délais intentionnels dans le traitement des ordres

Comme il est indiqué ci-dessus, l'avis de 2015 présentait un projet de modification de l'instruction complémentaire portant sur la mise en place, par les marchés, de « ralentisseurs » destinés à retarder la saisie des ordres dans le moteur de négociation. Nous proposons d'ajouter dans l'instruction complémentaire des indications relatives au RPO selon lesquelles les ordres affichés sur un marché qui impose un délai intentionnel dans le traitement des ordres ayant pour effet d'empêcher l'exécution immédiate d'un ordre contre le volume affiché ne seraient pas considérés comme des « ordres protégés » au sens de la règle.

Après examen des commentaires reçus, nous apportons à ces propositions certains changements mineurs en vue de clarifier le libellé de la modification à la demande de certains intervenants. Ces changements visent à améliorer la clarté de l'interprétation de l'expression « fonctionnalité de négociation automatisée » dans la règle et à préciser les types de facteurs sur lesquels on établit si un marché offre l'option de faire exécuter l'ordre « immédiatement ».

5. Méthode d'examen des droits relatifs aux données

Afin de prévoir un processus transparent de surveillance réglementaire des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés aux professionnels, nous mettons la dernière main à la méthode d'examen des droits relatifs aux données

proposée dans l'avis de 2014 et l'adoptons officiellement. Elle est actuellement utilisée de façon informelle dans l'examen de ces droits en Ontario.

Comme il est indiqué dans l'avis de 2014, la méthode d'examen des droits relatifs aux données permet d'estimer des droits ou une fourchette de droits pour les données à la tête du registre (niveau 1) et de profondeur du registre (niveau 2) de chaque marché en fonction de la contribution de celui-ci à la formation des cours et de son activité de négociation.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données comporte trois étapes :

- le calcul des mesures avant et après les opérations
- l'établissement d'un classement relatif des marchés;
- une estimation des droits ou de la fourchette de droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels par chaque marché en fonction d'un montant de référence.

Dans les cas pertinents, les mesures avant les opérations comprendront les cours affichés sur tous les marchés canadiens, que les ordres soient considérés comme protégés ou non protégés pour l'application du RPO.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données servira à évaluer la valeur relative des listes de données de marché fournies en temps réel par chaque marché à ses abonnés professionnels, et sera appliquée dans les contextes suivants :

- a) un examen annuel des droits facturés aux professionnels pour les listes de données de niveau 1 et 2 et une approbation préalable pour les frais jugés déraisonnablement élevés;
- b) l'examen et l'approbation de toute modification aux droits relatifs aux données de niveau 1 et 2 proposée par les marchés.

Le paragraphe 5 de l'article 3.2 de la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché* oblige les bourses reconnues et les systèmes de négociation parallèle (SNP) à déposer une version mise à jour et consolidée du formulaire prévu à l'Annexe 21-101A1 ou 21-101A2 dans les 30 jours suivant la fin de chaque année civile. En Ontario, la CVMO appliquera la méthode d'examen aux droits relatifs aux données de marché de niveau 1 et 2 facturés aux professionnels et présentés dans le document consolidé conformément à l'Annexe L – *Droits* dans le but d'établir si ces droits excèdent la fourchette révélée au moyen de la méthode.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données s'appliquera à tous les marchés, qu'ils soient protégés ou non, parce que nous estimons approprié de maintenir un certain degré de surveillance et de garantir un équilibre constant sur tous les marchés entre la valeur établie selon la méthode et les frais associés qui sont facturés pour les

données. Cela est particulièrement important lorsqu'il s'agit de respecter les obligations de meilleure exécution applicables.

i) *Changements apportés à la méthode d'examen des droits relatifs aux données*

Nous signalons que même si l'approche générale des droits relatifs aux données de marché n'a pas changé par rapport à celle proposée dans l'avis de 2014, nous avons modifié la méthode d'examen des droits relatifs aux données de la façon indiquée ci-dessous pour tenir compte des commentaires des intervenants et de nos observations. Pour de l'information plus détaillée, on se reportera à l'annexe A-2 de l'avis de 2014 et à l'Annexe D du présent avis.

a) *Mesures avant et après les opérations*

L'annexe A-2 de l'avis de 2014 détaillait certaines mesures particulières, avant et après les opérations, qui serait utilisées pour classer la contribution relative de chaque marché à la formation des cours et à l'activité de négociation. L'une de ces mesures, appelée « \$Temps(égal) », servirait à mesurer la contribution du marché à la profondeur de la liquidité affichée au meilleur cours acheteur et vendeur. Certains intervenants ont indiqué craindre que l'utilisation de cette mesure dans un modèle de classement ne gonfle le classement des marchés qui affichent les cours de titres non liquides et ne soit susceptible de manipulations. Compte tenu de ces craintes, cette mesure avant les opérations et le modèle de classement dans lequel elle est utilisée (voir l'analyse ci-dessous) ne feront plus partie de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

L'une des mesures après les opérations proposées, appelée « étendue de la négociation », mesurait le nombre de symboles négociés sur chaque marché. Dans l'avis de 2014, nous indiquions certains désavantages ou inconvénients de l'utilisation de cette mesure dans un modèle de classement, en particulier le fait qu'elle pourrait avantager de façon disproportionnée les marchés occupant une grande part de marché et désavantager les concurrents plus petits ou les nouveaux venus. Son utilisation pourrait aussi « pénaliser deux fois » les marchés sur lesquels tous les titres ne sont pas négociés, et elle pourrait faire l'objet de manipulations. Après un nouvel examen de la question, nous avons exclu la mesure de l'« étendue de la négociation » du modèle de classement dans lequel elle est utilisée (comme il est expliqué ci-dessous). Cependant, nous continuerons de l'utiliser de façon indépendante des modèles de classement afin de mieux comprendre la gamme de titres négociés sur chaque marché par rapport à tous les titres négociés sur l'ensemble des marchés.

b) *Modèles de classement*

L'annexe A-2 de l'avis de 2014 présentait des projets de modèles de classement relatif des marchés. L'un deux, appelé « agence de traitement de l'information – pondération

égale »⁶, qui utilise la mesure « \$Temps(égal) » susmentionnée, a suscité des inquiétudes. Des intervenants ont indiqué que ce modèle de classement donnerait un poids égal aux différentes mesures avant les opérations utilisées, plutôt que de faire reposer le calcul sur la valeur. De plus, ce modèle ne ferait pas de distinction entre les actions qui sont négociées fréquemment et celles qui le sont rarement, ce qui aurait pour effet de gonfler le classement des marchés qui négocient des titres non liquides. Compte tenu des préoccupations exposées, nous avons exclu ce modèle de classement de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

En ce qui concerne les modèles de classement et comme il est expliqué ci-dessus, afin de nous assurer que tous les marchés sont traités avec équité dans le processus de classement relatif, nous avons modifié la formule utilisée dans l'un des modèles de classement en particulier, appelé le « modèle 3 », dans le but précis d'exclure du calcul l'« étendue de la négociation » proposée initialement.

c) *Prix de référence provisoire*

Dans l'avis de 2014, nous indiquions également deux montants de référence (un canadien et un étranger) pouvant servir à attribuer des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs à un marché. Nous avons remarqué à cette époque que la sélection du montant de référence approprié était un élément clé de l'application adéquate de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

Nous entendons faire appel à l'externe pour nous aider à déterminer l'indicateur de référence approprié au cours des prochains mois. Entre-temps, nous appliquerons le *montant de référence canadien*, décrit dans l'avis de 2014, qui regroupe les droits relatifs aux données facturés par tous les marchés dans un « panier » et qui redistribue ensuite le montant en fonction des modèles de classement obtenus au moyen de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

Nous sommes d'accord avec les intervenants qui estiment que les droits actuels sont trop élevés et qu'il peut être déraisonnable de fonder un montant de référence canadien sur un montant total. Malgré cela, nous jugeons nécessaire d'instaurer officiellement la méthode d'examen des droits relatifs aux données afin de gérer les niveaux de droits existants. Même si la méthode sera utilisée dans les cas de droits jugés déraisonnablement élevés, nous n'appliquerons ni la méthode ni le montant de référence pour appuyer des hausses des droits avant qu'un indice de référence approprié n'ait été établi.

d) *Droits relatifs aux données de marché facturés aux utilisateurs non professionnels*

Nous faisons part dans l'avis de 2014 de nos réserves au sujet du niveau des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés par les marchés aux utilisateurs

⁶ Ce modèle est fondé sur des mesures utilisées par l'agence de traitement de l'information aux États-Unis.

non professionnels au Canada. Nous indiquons également que nous envisageons soit de plafonner les droits relatifs aux données facturés aux non professionnels à un taux fixé en pourcentage des droits examinés ou approuvés pour les abonnés professionnels, soit la mise au point d'une méthode analogue à celle appliquée aux utilisateurs de données professionnels.

Nous continuerons de surveiller l'évolution de la question des droits relatifs aux données de marché facturés aux utilisateurs non professionnels et évaluerons la nécessité de prendre ou non des mesures ultérieurement.

6. Obligations de meilleure exécution et communication d'information

Nous mettons la dernière main aux modifications à l'instruction complémentaire, qui introduiront des indications visant à donner aux courtiers des précisions sur la meilleure exécution et l'accès à des marchés auxquels un courtier n'est pas tenu d'accéder pour se conformer à la réglementation.

Également sur la question de la meilleure exécution, dans l'avis de 2014, nous proposons des modifications introduisant pour les courtiers de nouvelles obligations d'information sur les politiques en matière de meilleure exécution. Cette information porte principalement sur le traitement et l'acheminement des ordres et sur les conflits d'intérêts potentiels. Elle garantirait aux clients un niveau minimal d'information pour les aider à prendre des décisions éclairées au sujet de l'utilisation des services de leur courtier.

Pour le moment, nous ne donnerons pas suite aux modifications proposées relativement à la communication par le courtier d'information sur la meilleure exécution. Le 10 décembre 2015, l'OCRCVM a publié pour consultation le document intitulé *Dispositions proposées concernant la meilleure exécution et des indications connexes*⁷. Les projets de modification de l'OCRCVM consistaient à mettre à jour et à regrouper les exigences en matière de meilleure exécution des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) et des règles des courtiers membres dans une seule règle des courtiers membres sur la meilleure exécution. Les mises à jour proposées aideraient les courtiers à s'acquitter de leurs obligations de meilleure exécution dans un contexte multimarché et tiendraient compte des modifications proposées par les ACVM dans l'avis de 2014.

Nous estimons que le report de la finalisation des modifications proposées dans l'avis de 2014 relativement à la communication par le courtier d'information sur la meilleure exécution nous permettra de tirer parti des commentaires reçus en réponse aux projets de modification de l'OCRCVM.

⁷ Publié à l'adresse suivante : http://www.ocrcvm.ca/Documents/2015/8df7a02c-4491-4fd0-b317-4c90bdc722a2_fr.pdf

7. Étude pilote sur l'interdiction des marchés de payer des rabais

Dans l'avis de 2014, nous exprimions notre intention de réaliser une étude pilote sur l'effet d'une interdiction de la pratique des marchés canadiens consistant à payer des rabais. Nous indiquions que, selon nous, les paiements de rabais par les marchés ou toute autre entité modifient le comportement des participants au marché de telle sorte qu'ils peuvent contribuer à la fragmentation et à la segmentation des flux d'ordres, dénaturer les intentions qui président aux décisions d'investissement ou de négociation et entraîner chez les courtiers des conflits d'intérêts inutiles et difficiles à gérer dans leurs décisions d'acheminement.

Même si nous croyons toujours qu'une étude pilote sur l'effet possible d'une telle interdiction serait utile, des problématiques importantes ont été soulevées dans le cadre de la consultation ainsi qu'au cours de réunions de suivi avec des intervenants du secteur et des universitaires. La principale problématique a trait à l'inclusion des titres intercotés dans l'étude pilote, et sur les répercussions négatives possibles si une étude semblable n'était pas effectuée aussi aux États-Unis. Nous partageons les inquiétudes exprimées quant à la perte ou au déplacement possible de la liquidité des titres intercotés si nous devons procéder à l'étude en l'absence d'obligations réglementations similaires aux États-Unis. Nous avons envisagé la possibilité de mener une étude pilote qui exclurait les titres intercotés, mais compte tenu de l'importance de l'activité de négociation⁸ visant ces titres en fait de volume et de valeur, nous ne sommes pas convaincus qu'elle donnerait des résultats significatifs. Nous continuerons de surveiller les tendances en matière de réglementation et de nous concerter avec nos homologues américains, et réfléchirons à la possibilité de mener une étude pilote conjointe si l'occasion se présente.

⁸ Selon les données de 2015, nous estimons que la négociation de titres intercotés au Canada représente environ 28 % du volume total et environ 56 % de la valeur totale des opérations (source : Bloomberg).

ANNEXE B

PROJET DE MODIFICATIONS À LA NORME CANADIENNE 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

1. L'article 1.1 de la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* est modifié :

1° par le remplacement, dans la définition de l'expression « fonctionnalité automatisée », des mots « fonctionnalité automatisée » par les mots « fonctionnalité de négociation automatisée »;

2° par le remplacement de l'alinéa *a* de la définition de l'expression « offre d'achat protégée » par le suivant :

« *a*) elle est affichée sur un marché qui fournit la fonctionnalité de négociation automatisée et qui remplit l'une des conditions suivantes :

i) il atteint ou dépasse le seuil de part de marché fixé pour l'application de la présente définition par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières;

ii) s'il est une bourse reconnue, l'offre concerne un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci; »;

3° par le remplacement de l'alinéa *a* de la définition de l'expression « offre de vente protégée » par le suivant :

« *a*) elle est affichée sur un marché qui fournit la fonctionnalité de négociation automatisée et qui remplit l'une des conditions suivantes :

i) il atteint ou dépasse le seuil de part de marché fixé pour l'application de la présente définition par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières;

ii) s'il est une bourse reconnue, l'offre concerne un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci; »;

4° par le remplacement de la définition de l'expression « ordre à traitement imposé » par la suivante :

« « ordre à traitement imposé » : tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'une option, qui remplit les conditions suivantes :

a) lorsqu'il est saisi sur un marché ou acheminé à un marché, l'une des situations suivantes s'applique :

i) il est immédiatement exécuté contre un ordre affiché, et toute tranche non exécutée est inscrite dans un registre ou annulée;

ii) il est immédiatement inscrit dans un registre;

b) il est désigné comme ordre à traitement imposé;

c) il est saisi sur un marché ou acheminé à un marché dans l'une des circonstances suivantes :

i) pour être exécuté contre un ordre affichant le meilleur cours;

ii) en même temps qu'un autre ordre saisi sur un marché ou acheminé à un marché pour être exécuté contre tout ordre protégé à un meilleur cours que l'ordre saisi ou acheminé; ».

2. L'article 6.3 de cette règle est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe 2, de « et achemine un ordre vers un autre marché avise immédiatement les personnes suivantes : » par « ou achemine l'ordre aux fins d'exécution avise immédiatement les personnes suivantes de la panne, du défaut de fonctionnement ou du retard important : »;

2° par l'insertion, dans le paragraphe 3 et après les mots « qu'un marché », des mots « affichant un ordre protégé ».

3. L'article 6.5 de cette règle est remplacé par le suivant :

« 6.5. Les ordres figés ou croisés

Aucun participant au marché ni aucun marché qui achemine des ordres ou en modifie le cours ne peut intentionnellement saisir aux cours suivants un ordre affiché sur un marché qui est assujéti à l'article 7.1 de la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché*:

a) dans le cas d'un ordre d'achat, à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée;

b) dans le cas d'un ordre de vente, à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. ».

4. Cette règle est modifiée par l'insertion, après l'article 6.6, du suivant :

« 6.6.1. Les frais de négociation

1) Dans le présent article, on entend par « fonds négocié en bourse » un organisme

de placement collectif dont les parts remplissent les conditions suivantes :

a) ce sont des titres inscrits à la cote ou cotés ;

b) elles font l'objet d'un placement permanent conformément à la législation en valeurs mobilières applicable.

2) Aucun marché assujéti à l'article 7.1 de la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché* ne peut exiger de frais plus élevés que les suivants pour l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur ce marché :

a) 0,0030 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est supérieur ou égal à 1 \$;

b) 0,0004 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est inférieur à 1 \$. ».

5. L'article 6.7 de cette règle est modifié par le remplacement des mots « ordre à un meilleur cours sur un marché » par les mots « ordre protégé à un meilleur cours ».

6. La présente règle entre en vigueur le 6 juillet 2016, à l'exception des paragraphes 2 et 3 de l'article 1, qui entrent en vigueur le 1^{er} octobre 2016.

ANNEXE C

INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE RELATIVE À LA NORME CANADIENNE 23-101 SUR LES *RÈGLES DE NÉGOCIATION*

PARTIE 1 INTRODUCTION

1.1.1.1. Introduction

La présente instruction complémentaire a pour objet de présenter le point de vue des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur diverses questions relatives à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* (la « règle »), notamment :

- a) l'analyse de l'optique générale que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont adoptée pour formuler la règle, et de l'objet général de celui-ci;
- b) l'interprétation de divers termes et dispositions de la règle.

1.2.1.2. Les principes de négociation justes et équitables

La règle traite de pratiques de négociation précises, mais en règle générale, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières attendent des participants au marché qu'ils traitent de manière ouverte et loyale, selon des principes de négociation justes et équitables.

PARTIE 1.1 DÉFINITIONS

1.1.1.1.1. Définition de « meilleure exécution »

1) Dans la règle, la meilleure exécution s'entend des « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». Pour obtenir la meilleure exécution, le courtier ou le conseiller peut tenir compte de divers éléments, dont les suivants :

- a) le cours;
- b) la rapidité d'exécution;
- c) la certitude de l'exécution;
- d) le coût global de la transaction.

Ces 4 éléments généraux englobent des facteurs plus précis, tels que la taille des ordres, la fiabilité des cotes, la liquidité, l'incidence sur le marché (c'est-à-dire la fluctuation du cours qui découle de l'exécution d'un ordre) et le coût de renonciation (c'est-à-dire l'occasion manquée d'obtenir un meilleur cours lorsqu'un ordre n'a pas été exécuté au moment le plus avantageux). Le coût global de la transaction est censé comprendre, selon le cas, tous les coûts associés à l'accès à un ordre ou à l'exécution d'une opération qui sont à la charge du client, y compris les frais découlant de la négociation des titres sur un marché en particulier, les frais de jitney (c'est-à-dire tous frais versés par un courtier à un autre pour accéder aux négociations) et les coûts de règlement. Les courtages exigés par un courtier feraient également partie du coût de la transaction.

2) Les éléments entrant dans la détermination des « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues » (soit la « meilleure exécution ») et leur poids relatif varient selon les instructions et les besoins du client, le titre concerné et les conditions existantes du marché, et selon que le courtier ou le conseiller doit s'acquitter ou non de l'obligation de meilleure exécution dans les circonstances. Se reporter à l'exposé détaillé présenté à la partie 4 ci-après.

1.1.2. Définition de « fonctionnalité de négociation automatisée »

L'article ~~1.1.1~~ 1.1 de la règle prévoit une définition de l'expression « fonctionnalité de négociation automatisée », qui s'entend de la capacité de faire ce qui suit :

- 1) donner suite à un ordre entrant;
- 2) répondre à l'auteur de l'ordre; ~~et~~
- 3) mettre l'ordre à jour en transmettant de l'information à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information.

Cette fonctionnalité permet d'exécuter immédiatement et automatiquement tout ordre entrant jusqu'à concurrence de la taille affichée et d'annuler immédiatement et automatiquement la tranche non exécutée de cet ordre sans l'inscrire dans le registre ni l'acheminer ailleurs. Elle ne nécessite aucune intervention humaine dans le traitement des ordres reçus. Le marché pourvu de cette fonctionnalité devrait disposer de systèmes, de politiques et de procédures appropriés pour traiter les ordres « exécuter sinon annuler ».

1.1.2.1. Application aux marchés imposant des délais intentionnels dans le traitement des ordres

1) Le paragraphe b de la définition de l'expression « fonctionnalité de négociation automatisée » mentionne la capacité du marché d'« exécuter immédiatement et automatiquement tout ordre désigné comme « exécuter sinon annuler » contre le volume affiché ».

Pour l'application des articles 6.1 et 6.4, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment qu'un marché ayant introduit une fonctionnalité imposant un délai intentionnel dans le traitement des ordres qui n'est pas appliqué uniformément à l'ensemble d'entre eux n'offre pas la possibilité d'exécuter un ordre immédiatement contre le volume affiché et ne fournit donc pas la « fonctionnalité de négociation automatisée ». Par conséquent, aucun ordre saisi sur ce marché ne serait un « ordre protégé » au sens de la règle.

Les délais dans l'exécution d'un ordre sur un marché en particulier peuvent découler de décisions d'ordre opérationnel ou technique prises par le marché. La question de savoir si le marché qui impose un délai offre la possibilité d'exécuter un ordre immédiatement serait également basée sur des facteurs tels que l'application du modèle opérationnel du marché lui-même ainsi que l'incidence du modèle ou du délai sur le plan de l'équité et du bon fonctionnement des négociations. Bien que ces délais puissent généralement être considérés comme intentionnels, l'exécution des ordres sur ce marché pourrait néanmoins être « immédiate », et ce, même si elle pouvait être plus rapide sur des marchés ayant pris des décisions différentes.

Si le marché exploite plus d'un marché ou mécanisme et qu'il impose un délai intentionnel dans le traitement des ordres sur un ou plusieurs d'entre eux, seul le marché ou le mécanisme visé par le délai intentionnel sera considéré comme ne fournissant pas la fonctionnalité de négociation automatisée.

2) Il est entendu qu'un délai dans le traitement d'un ordre imposé uniquement aux fins de conformité à la législation en valeurs mobilières n'est pas considéré comme un délai « intentionnel ».

1.1.3. Définition d'« ordre protégé »

1) Selon la définition, un ordre protégé est « une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée ». ~~Ces offres sont des ordres~~. Une « offre d'achat protégée » ou une « offre de vente protégée » correspond à une offre d'achat ou de vente visant un titre coté, à l'exception d'une option, qui ~~sont affichés~~ est affichée sur un marché fournissant la fonctionnalité de négociation automatisée et ~~sur lesquels~~ pour laquelle de l'information la concernant est fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information, selon le cas, conformément à la partie 7 de la Norme canadienne 21-101 sur

le fonctionnement du marché. Une « offre d'achat protégée » ou une « offre de vente protégée » correspond également à une offre affichée sur un marché qui atteint ou dépasse le seuil de part de marché fixé par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières ou à une offre affichée sur une bourse reconnue qui n'atteint pas le seuil de part de marché et qui vise un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci.

2) L'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières appliquera le seuil de façon périodique afin de déterminer les marchés, notamment leurs marchés ou leurs mécanismes, qui atteignent ou dépassent le seuil de part de marché pour l'application de la définition des expressions « offre d'achat protégée » ou « offre de vente protégée ». Le seuil de part de marché sera appliqué au niveau de leurs marchés ou mécanismes lorsque ces marchés se composent de plusieurs registres visibles d'enchères en continu, et ne sera pas calculé pour l'ensemble de leurs marchés ou mécanismes. La liste des marchés qui atteignent ou dépassent ce seuil sera publiée sur le site Web des autorités en valeurs mobilières du Canada et celui du fournisseur de services de réglementation afin que les participants au marché puissent connaître facilement les marchés sur lesquels les ordres affichés sont des ordres protégés conformément au sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de la définition des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée ». Une liste à jour sera publiée après chaque évaluation périodique visant à déterminer les marchés qui atteignent ou dépassent le seuil de part de marché, et les participants disposeront d'un délai suffisant avant la date de prise d'effet de la liste publiée pour apporter les changements aux processus opérationnels qui pourraient s'avérer nécessaires.

3) Conformément au sous-paragraphe *ii* du paragraphe *a* de la définition des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée », un ordre protégé correspond également à un ordre affiché sur un marché qui n'a pas atteint le seuil de part de marché lorsque le marché est une bourse reconnue et que l'offre affichée concerne un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci. La liste publiée comprendra également le nom de ces bourses.

4) Les critères relatifs au seuil de part de marché, notamment les détails de la période visée par le calcul ainsi que la date de prise d'effet et la durée des listes publiées, seront également mis à la disposition du public. L'application de ces critères sera surveillée et révisée, et des modifications seront apportées au besoin. Un préavis concernant tout changement apporté à ces critères sera publié.

5) La mention « **affichée sur un marché** » s'applique à l'information sur le volume total déclaré sur un marché. Les volumes qui ne sont pas déclarés, qui constituent une « réserve » ou qui sont cachés ne sont pas considérés comme affichés sur un marché. L'ordre doit être fourni de façon à permettre aux autres marchés et participants au marché d'accéder facilement à l'information et de la verser dans leurs systèmes ou mécanismes d'acheminement des ordres.

26) Le paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché* indique que les ordres qui ne sont pas immédiatement exécutables ou sont assortis de conditions particulières ne sont pas considérés comme des « ordres » devant être fournis à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information conformément à la partie 7 de la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché*. Par conséquent, ils ne sont pas considérés comme des « ordres protégés » au sens de la règle et ne bénéficient pas de la protection des ordres. Toutefois, ceux qui exécutent des ordres contre ces types d'ordres sont tenus de les exécuter d'abord contre tous les ordres protégés ayant un meilleur cours. En outre, l'obligation de protection des ordres s'applique aux ordres assortis de conditions particulières saisis sur un marché, s'il est possible de les exécuter contre des ordres protégés existants malgré les conditions en question.

1.1.4. Définition d'« ordre à cours calculé »

Un « **ordre à cours calculé** » s'entend de tout ordre dont le cours n'est pas connu au moment de la saisie de l'ordre et n'est pas fondé, directement ou indirectement, sur le cours d'un titre coté au moment où l'engagement d'exécuter l'ordre a été pris. Les ordres visés sont les suivants :

a) l'ordre au cours du marché, dont le cours est calculé par le système de négociation du marché au moment fixé par ce dernier;

b) l'ordre au premier cours, dont le cours est le cours d'ouverture déterminé par le marché selon sa propre formule;

c) 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;

d) l'ordre au cours moyen pondéré en fonction du volume, dont le cours est fixé selon une formule qui mesure le cours moyen sur un ou plusieurs marchés;

e) 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 utilisateurs.

1.1.5. Définition d'« ordre à traitement imposé »

1) L'ordre à traitement imposé informe le marché destinataire qu'il peut donner immédiatement suite à l'action indiquée par le marché ou le participant au marché ayant transmis l'ordre et que l'auteur de l'ordre respecte l'obligation de protection des ordres. Un marché ou un participant au marché peut désigner un ordre à traitement imposé par le sigle OTI. L'auteur de l'ordre peut ajouter des identificateurs donnant au marché les instructions suivantes :

a) exécuter l'ordre et annuler toute tranche non exécutée au moyen d'un identificateur « exécuter sinon annuler »;

b) exécuter l'ordre et inscrire dans le registre toute tranche non exécutée;

c) inscrire l'ordre dans le registre comme ordre passif en attente d'exécution;

d) éviter l'interaction avec la liquidité cachée au moyen d'un identificateur de contournement, au sens des Règles universelles d'intégrité du marché de l'OCRCVM.

La définition prévoit que plusieurs ordres à traitement imposé peuvent être acheminés simultanément pour exécution contre tout ordre protégé ayant un meilleur cours. En outre, les marchés ou les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul ordre à traitement imposé pour exécution contre la meilleure offre d'achat protégée ou la meilleure offre de vente protégée. Le marché qui reçoit un ordre à traitement imposé peut exécuter les instructions de l'auteur sans vérifier si d'autres marchés affichent des ordres protégés avec un meilleur cours ni appliquer ses politiques et procédures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours.

2) Que la saisie d'un ordre à traitement imposé soit accompagnée ou non d'un identificateur de contournement, son auteur doit ~~éliminer~~exécuter tous les ordres protégés visibles à un meilleur cours avant d'exécuter l'ordre à un cours inférieur. Par exemple, si un marché ou un participant au marché associe un identificateur de contournement à un ordre à traitement imposé pour éviter l'exécution contre la liquidité cachée, l'ordre est assujéti à des obligations de protection des ordres relativement à la liquidité protégée visible. Si un ordre à traitement imposé interagit avec la liquidité cachée, l'obligation d'~~éliminer~~exécuter tous les ordres protégés visibles à un meilleur cours avant d'exécuter l'ordre ~~à un~~est inférieur à la meilleure offre d'achat ou de vente protégée s'applique encore.

1.1.6. Définition d'« ordre non standard »

L'expression « **ordre non standard** » s'entend de tout ordre d'achat ou de vente d'un titre qui est assorti de conditions de règlement n'ayant pas été établies par le marché à la cote duquel le titre est inscrit ou sur lequel il est coté. Le participant au marché ne peut cependant ajouter aucune condition de règlement à un ordre à la seule fin d'en faire un ordre non standard au sens de la définition.

1.1.7. Définition de « transaction hors cours »

Cette définition ne s'applique qu'à une opération exécutée à un cours qui est inférieur à la meilleure offre d'achat ou de vente protégée, sans égard au fait qu'elle soit exécutée sur un marché qui affiche ou non des ordres protégés. Ainsi, une opération exécutée contre un ordre affiché sur un SNP qui n'atteint pas le seuil de part de marché à un cours inférieur à l'ordre protégé doté du meilleur cours constitue une transaction hors cours. Tel n'est pas le cas si elle est exécutée contre un ordre protégé doté du meilleur cours, même s'il existe un ordre doté d'un meilleur cours affiché sur un SNP qui n'atteint pas le seuil de part de marché.

PARTIE 2 LE CHAMP D'APPLICATION ~~DE~~ DE LA RÈGLE

2.1.2.1. Le champ d'application de la règle

Selon l'article 2.1 de la règle, une personne ou société est dispensée de l'application du paragraphe 1 de l'article 3.1 et des parties 4 et 5 de la règle dès lors qu'elle se conforme à des règles similaires établies par une bourse reconnue qui, directement, surveille la conduite de ses membres et prend les mesures d'application des règles établies conformément au paragraphe 1 de l'article 7.1 de la règle, par un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui, directement, surveille la conduite de ses adhérents et prend les mesures d'application des règles établies conformément au paragraphe 1 de l'article 7.3 de la règle, ou par un fournisseur de services de réglementation. Les règles sont déposées par la bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de services de réglementation et approuvés par l'autorité en valeurs mobilières. Si une personne ou société ne se conforme pas aux exigences de la bourse reconnue, du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou du fournisseur de services de réglementation, la dispense ne s'applique pas et la personne ou société est assujettie au paragraphe 1 de l'article 3.1 et aux parties 4 et 5 de la règle. La dispense du paragraphe 1 de l'article 3.1 ne s'applique pas en Alberta, en Colombie-Britannique, en Ontario, au Québec ni en Saskatchewan, et les dispositions pertinentes de la législation en valeurs mobilières s'appliquent.

PARTIE 3 LA MANIPULATION ET LA FRAUDE

3.1.3.1. La manipulation et la fraude

- 1) Le paragraphe 1 de l'article 3.1 de la règle interdit la manipulation et les opérations trompeuses, car elles peuvent créer une activité de négociation et des cours trompeurs qui nuisent aux investisseurs et à l'intégrité du marché.
- 2) Le paragraphe 2 de l'article 3.1 de la règle prévoit que, nonobstant le paragraphe 1 de cet article, les dispositions du *Securities Act* (R.S.A. 2000, c. S-4) de l'Alberta, du *Securities Act* (R.S.B.C. 1996, ch. 418) de la Colombie-Britannique, de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.O., 1990, c. S.5) de l'Ontario, de la *Loi sur les valeurs mobilières du Québec* (chapitre V-1.1) du Québec, et du *The Securities Act*, 1988 de la Saskatchewan (S.S. 1988-89, c. S-42.2), respectivement, visant la manipulation et la fraude s'appliquent dans chacun de ces territoires.
- 3) Pour l'application du paragraphe 1 de l'article 3.1 de la règle, sans limiter la portée générale de ces dispositions, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, en fonction des circonstances, estimeraient normalement que les activités suivantes entraînent ou créent une apparence trompeuse d'activité de négociation, ou un cours artificiel, à l'égard d'un titre, ou y contribuent :
 - a) exécuter des opérations sur un titre qui n'entraînent pas de changement de propriétaire véritable. Cela comprend des activités comme les opérations fictives (« wash-trading »);
 - b) effectuer des opérations ayant pour effet de faire monter ou baisser, ou de maintenir, artificiellement le cours du titre. On trouve dans cette catégorie l'achat de titres ou des offres d'achat de titres à des prix de plus en plus hauts, ou la vente ou des offres de vente à des prix de plus en plus bas, ou la passation d'un ou plusieurs ordres d'achat ou de vente visant :

- i)* à établir un cours ou une cotation prédéterminée;
- ii)* à réaliser un cours de clôture bas ou haut ou une cotation de fermeture basse ou haute;
- iii)* à maintenir le cours, le cours acheteur ou le cours vendeur dans une fourchette prédéterminée;
- c)* passer un ou plusieurs ordres dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'ils créent une impression artificielle de participation des investisseurs au marché. Par exemple, la passation d'un ordre d'achat ou de vente d'un titre alors qu'on sait qu'un ordre de vente ou d'achat, respectivement, d'à peu près la même taille, à peu près au même moment et à peu près au même prix a été ou sera passé par les mêmes personnes ou des personnes différentes;
- d)* exécuter des opérations arrangées d'avance qui ont pour effet de créer une apparence trompeuse de marché actif ou d'écarter indûment les autres participants au marché;
- e)* effectuer une opération dont le but est de reporter le paiement du titre négocié;
- f)* passer un ordre d'achat ou de vente d'un titre sans avoir la capacité et l'intention :
 - i)* d'effectuer le paiement nécessaire au règlement correct de l'opération, s'il s'agit d'un achat;
 - ii)* de livrer les titres nécessaires au règlement correct de l'opération, s'il s'agit d'une vente.

On trouve notamment dans cette catégorie le resquillage (« free riding »), le tirage à découvert (« kiting » ou « debit kiting »), qui consiste pour une personne ou société à éviter de payer ou de livrer des titres en règlement d'une opération;

- g)* exécuter une opération ou une manœuvre ou se livrer à une pratique qui entrave indûment le jeu normal de l'offre et de la demande d'un titre ou qui limite ou réduit artificiellement le flottant d'un titre d'une manière dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle entraîne la fixation d'un cours artificiel;
- h)* se livrer à toute manipulation au moyen de négociations visant à accroître la valeur d'une position sur dérivés;
- i)* entrer une série d'ordres sur un titre alors qu'on n'a pas l'intention de les exécuter.

4) Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ne considèrent pas que des activités de stabilisation du marché effectuées à l'occasion d'un placement contreviennent au paragraphe 1 de l'article 3.1 de la règle, si elles se font conformément aux règles du marché où se négocient les titres ou aux dispositions de la législation en valeurs mobilières qui permettent la stabilisation du marché à l'occasion d'un placement.

5) L'article 3.1 de la règle s'applique aux opérations tant sur le marché que hors marché. Pour établir si une opération crée une apparence trompeuse d'activité de négociation à l'égard d'un titre, un cours artificiel ou si elle y contribue, il peut être pertinent de savoir si elle a lieu sur le marché ou hors marché. Ainsi, un transfert de titres à une société de portefeuille qui s'effectue de bonne foi hors marché ne constitue pas, en règle générale, une contravention à l'article 3.1, même s'il s'agit d'un transfert sans changement de propriétaire véritable.

6) Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières sont d'avis que l'article 3.1 de la règle ne fait pas naître de droit privé d'action.

7) Selon les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, l'article 3.1 de la règle couvre la tentative de créer une apparence trompeuse de négociations sur un titre ou un cours artificiel sur un titre, ou une tentative de commettre une fraude.

PARTIE 4 LA MEILLEURE EXÉCUTION

4.14.1. La meilleure exécution

1) L'obligation de meilleure exécution prévue à la partie 4 de la règle ne s'applique pas au SNP qui est inscrit comme courtier, sous réserve qu'il exerce ses activités à titre de marché et que son traitement des ordres des clients se limite à les accepter pour exécution dans le système. L'obligation de meilleure exécution s'applique toutefois au SNP qui agit à titre de mandataire du client.

2) L'article 4.2 de la règle exige que le courtier ou le conseiller qui agit pour le compte d'un client fasse des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution (les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances). Cette obligation s'applique pour tous les titres.

3) ~~Bien que ce~~ Ce qui constitue la « meilleure exécution » ~~dépend des circonstances~~ dépend des circonstances et s'évalue selon le critère des « efforts raisonnables », qui n'exige pas la meilleure exécution pour chaque ordre. Pour respecter le critère des « efforts raisonnables », le courtier ou le conseiller devrait, ~~pour s'acquitter de son obligation de faire des « efforts raisonnables »,~~ pouvoir démontrer qu'il a mis en place et respecté des politiques et procédures i) l'obligeant à suivre les instructions du client et les objectifs fixés et ii) établissant ~~un~~ le processus qu'il a conçu pour ~~réaliser~~ atteindre l'objectif de la meilleure exécution. Les politiques et procédures devraient fixer la méthode par laquelle le courtier ou le conseiller détermine s'il a obtenu la meilleure exécution et devraient faire l'objet d'une révision régulière et rigoureuse. Les politiques définissant les obligations du courtier ou du conseiller sont fonction de son rôle dans l'exécution des ordres. Par exemple, dans ses efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution, le courtier devrait tenir compte des instructions du client et de certains facteurs, dont les objectifs de placement du client et sa propre connaissance des marchés et des structures de négociation. Le conseiller devrait lui aussi prendre certains facteurs en considération, notamment l'évaluation des exigences ou des objectifs de placement du client, la sélection des courtiers et des marchés appropriés ainsi que le contrôle régulier des résultats. De plus, les facteurs propres aux courtiers pourraient également s'appliquer au conseiller qui accède directement à un marché.

4) Lorsque des titres inscrits à la cote d'une bourse canadienne ou cotés sur un système canadien de cotation et de déclaration d'opérations sont intercotés au Canada ou sur une bourse étrangère ou un système étranger de cotation et de déclaration d'opérations, le courtier devrait, dans ses efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution, évaluer s'il convient de tenir compte de tous les marchés à la cote desquels les titres sont inscrits ou sur lesquels ils sont cotés et du lieu de négociation des titres, tant au Canada qu'à l'étranger.

5) Pour s'acquitter de son obligation de meilleure exécution lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés au Canada, le courtier devrait prendre en considération l'information provenant de tous les marchés appropriés, ~~(et pas seulement des marchés auxquels il participe)~~. Il ne s'ensuit pas que le courtier doive avoir accès aux listes de données transmises en temps réel par chaque marché. Cependant, ses politiques et procédures en matière de meilleure exécution devraient inclure ~~l'information relative aux ordres ou aux opérations exécutés sur tous~~ un processus d'appréciation de l'activité sur les marchés appropriés ainsi ~~que l'obligation d'évaluer l'opportunité, selon les circonstances, qu'une évaluation de la nécessité~~ de prendre ~~les~~ des dispositions ~~nécessaires~~ pour accéder aux ordres sur un marché auquel il n'a pas accès. Ces dispositions peuvent notamment consister à conclure une entente avec un autre courtier participant à un marché particulier ~~ou à acheminer un ordre vers un marché particulier~~.

6) Dans l'évaluation de la nécessité de prendre des dispositions pour accéder aux ordres sur un marché auquel il n'a pas accès, le courtier devrait tenir compte de la façon dont la décision d'accéder ou non à ces ordres aura une incidence sur sa capacité à réaliser

la meilleure exécution pour ses clients, en fonction de leurs objectifs et besoins. Il devrait décider s'il doit accéder aux marchés qui n'offrent pas de transparence des ordres avant les opérations ainsi qu'à ceux qui affichent des ordres qui ne sont pas des ordres protégés. On s'attend à ce que les politiques et procédures documentées en matière de meilleure exécution indiquent les motifs de la décision d'accéder ou non aux marchés concernés et ces motifs devront être évalués au moins une fois par an pour déterminer s'ils sont toujours raisonnables, voire plus souvent, au besoin, selon l'évolution de l'environnement de négociation et de la structure du marché. Cet examen pourrait nécessiter une analyse des données historiques relatives à l'ordre et à l'activité de négociation sur les marchés auxquels le courtier n'a pas accès. Selon nous, les facteurs à prendre en compte dans cette analyse devraient comprendre la fréquence à laquelle des ordres ayant un meilleur cours sont disponibles sur un marché, la taille et la profondeur des cotations, les volumes négociés, l'impact potentiel sur le marché dans son ensemble et la part de marché (en tenant compte des types et des catégories de titres négociés par les clients, de façon générale).

67) Dans le cas des titres cotés à l'étranger qui se négocient sur un marché au Canada, le courtier devrait inclure dans ses politiques et procédures en matière de meilleure exécution l'évaluation régulière de la pertinence de tenir compte du marché et des marchés étrangers sur lesquels les titres se négocient.

78) L'article 4.2 de la règle s'applique au conseiller inscrit et au courtier inscrit qui fournit des conseils mais qui est dispensé de l'obligation d'inscription à titre de conseiller.

89) L'article 4.3 de la règle exige que le courtier ou le conseiller fasse des efforts raisonnables pour utiliser les mécanismes qui donnent de l'information sur les ordres et les opérations. Par efforts raisonnables, on entend l'utilisation de l'information affichée par l'agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, un fournisseur d'information.

PARTIE 5 LES SUSPENSIONS DE COTATION

5.1.1. Les suspensions de cotation

L'article 5.1 de la règle s'applique lorsqu'une suspension de cotation à des fins réglementaires a été imposée par un fournisseur de services de réglementation, une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations. La suspension de cotation visée à l'article 5.1 de la règle est imposée pour préserver le bon fonctionnement et l'équité du marché, notamment en application d'une politique relative à l'information occasionnelle, ou pour manquement aux obligations réglementaires. Selon les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, un ordre peut être exécuté sur un marché malgré le fait que les opérations sur le titre ont été suspendues parce que l'émetteur du titre a cessé de satisfaire aux critères minimaux d'inscription à la cote ou de cotation ou a omis de payer à la bourse reconnue ou au système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations les droits relatifs à l'inscription à la cote ou à la cotation de ses titres. De même, un ordre peut être exécuté sur un marché malgré le fait que les opérations sur le titre ont été différées ou interrompues par suite de problèmes techniques ne touchant que le système de négociation de la bourse reconnue ou du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations.

PARTIE 6 LA PROTECTION DES ORDRES

6.1. Les obligations des marchés en matière de protection des ordres

1) En vertu du paragraphe 1 de l'article 6.1 de la règle, le marché doit établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours découlant d'ordres saisis sur le marché, peu importe si le marché sur lequel l'ordre est saisi affiche des ordres protégés. Il peut s'acquitter de cette obligation de diverses façons. Par exemple, ses politiques et procédures peuvent empêcher raisonnablement ces transactions en prévoyant des algorithmes d'exécution qui les préviennent ou en établissant volontairement des liens directs avec d'autres marchés. Les marchés ne peuvent pas se décharger de leurs obligations en

établissant des politiques et des procédures qui obligent les participants au marché à prendre des mesures raisonnables pour empêcher les transactions hors cours à leur place.

2) Il incombe aux marchés d'examiner et de contrôler régulièrement l'efficacité de leurs politiques et procédures ainsi que de prendre rapidement les mesures nécessaires pour corriger les lacunes dans la prévention des transactions hors cours et dans l'observation du paragraphe 2 de l'article 6.1 de la règle. On s'attend de manière générale à ce que les marchés conservent de l'information pertinente permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de leurs politiques et procédures. Cette information porterait notamment sur :

- a) les mesures prises par le marché pour évaluer ses politiques et procédures;
- b) les manquements ou les lacunes rencontrés;
- c) les mesures prises pour corriger les manquements ou les lacunes.

3) Dans les politiques et procédures prévues au paragraphe 1 de l'article 6.1 de la règle, le marché devrait traiter de sa fonctionnalité de négociation automatisée et indiquer la façon dont il traite les réponses tardives qui peuvent résulter d'une panne ou d'un défaut de fonctionnement du matériel ou des systèmes ~~d'un~~ de tout autre marché affichant des ordres protégés. Il devrait également y exposer la manière dont il traitera les ordres à traitement imposé reçus et leurs modalités d'utilisation.

4) La protection des ordres s'applique lorsque au moins 2 marchés ~~comportant des ordres protégés sont ouverts~~ qui affichent des ordres assujettis aux règles de transparence avant les opérations prévues à la partie 7 de la Norme canadienne 21-101 sur le fonctionnement du marché sont ouverts, et que les ordres affichés par au moins l'un de ces marchés sont protégés. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation pour les participants au marché qui sont évalués par rapport à un certain cours de clôture. En vertu du sous-alinéa iii de l'alinéa *e* de l'article ~~6.2, 6.2 de la règle~~, ces marchés n'ont pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres protégés affichés par un autre marché dans ces circonstances.

6.2-6.2. Les obligations des participants au marché en matière de protection des ordres

1) En vertu de l'article 6.4 de la règle, le participant au marché qui entend recourir aux ordres à traitement imposé doit établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours contournant les ordres protégés, que le marché sur lequel il saisit l'ordre à traitement imposé affiche ou non des ordres protégés. On s'attend de manière générale à ce que ce participant au marché conserve de l'information pertinente permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de ses politiques et procédures. Cette information porterait notamment sur :

- a) les mesures prises par le participant au marché pour évaluer ses politiques et procédures;
- b) les manquements ou les lacunes rencontrés;
- c) les mesures prises pour corriger les manquements ou les lacunes.

Ces politiques et procédures devraient également préciser les circonstances dans lesquelles il convient de recourir aux ordres à traitement imposé ainsi que la façon d'y recourir conformément à l'alinéa *a* du paragraphe 1 de l'article 6.4 de la règle.

2) La protection des ordres s'applique lorsque au moins 2 marchés qui affichent des ordres ~~protégés sont ouverts~~ assujettis aux règles de transparence avant les opérations prévues à la partie 7 de la Norme canadienne 21-101 sur le fonctionnement du marché sont ouverts, et que les ordres affichés par au moins l'un de ces marchés sont protégés. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation pour les participants au marché qui sont évalués par rapport à un certain cours

de clôture. En vertu de la [division C du sous-paragraphe du sous-alinéa iv](#) de l'alinéa [a du paragraphe 1](#) de l'article 6.4 de la règle, le participant au marché n'a pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres [protégés](#) affichés [par sur](#) d'autres marchés [dans ces circonstances qui résultent de l'exécution de l'ordre au cours de clôture](#).

6.3. La liste des transactions hors cours

L'article 6.2 et les [sous-paragraphe sous-alinéas i à v](#) de l'alinéa [a du paragraphe 1](#) de l'article 6.4 de la règle contiennent une liste de transactions hors cours « autorisées » qui sont principalement conçues pour rendre possible la protection des ordres ainsi que certaines stratégies de négociation et types d'ordres utiles aux investisseurs.

a) i) Le paragraphe *a* de l'article 6.2 et [le sous-paragraphe le sous-alinéa i](#) de l'alinéa [a du paragraphe 1](#) de l'article 6.4 de la règle s'appliquent lorsque le marché ou le participant au marché, selon le cas, a conclu raisonnablement [qu'unque le marché affichant l'ordre protégé contourné](#) connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché. Par retard important, on entend le défaut répété d'un marché de répondre à un ordre dès sa réception. Cette disposition vise à laisser de la latitude aux marchés et aux participants au marché lorsqu'ils traitent avec un marché dont les systèmes rencontrent des problèmes techniques (qu'ils puissent être résolus à brève échéance ou non).

ii) En vertu du paragraphe 1 de l'article 6.3 de la règle, il incombe au marché qui connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché d'en informer tous les autres marchés, ses participants au marché, toute agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, tout fournisseur d'information qui diffuse ses données conformément à la partie 7 de la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché*, ainsi que les fournisseurs de services de réglementation. [Toutefois, s'il Cette obligation s'applique aux marchés qui affichent des ordres protégés et à ceux qui affichent des ordres non protégés. Toutefois, si le marché qui affiche des ordres protégés](#) manque à plusieurs reprises de répondre immédiatement aux ordres reçus et ne diffuse aucun avis pour signaler ses difficultés techniques, le marché qui lui achemine un ordre ou le participant au marché peut, en vertu des paragraphes 2 et 3 de l'article 6.3 de la règle respectivement, conclure raisonnablement que le marché rencontre des problèmes techniques, et se prévaloir en conséquence du paragraphe *a* de l'article 6.2 ou [du sous-paragraphe du sous-alinéa i](#) de l'alinéa [a du paragraphe 1](#) de l'article 6.4 de la règle, selon le cas. En l'occurrence, ils doivent s'en prévaloir conformément à des politiques et procédures établies pour composer avec les réponses tardives des marchés et documenter les motifs de leur conclusion. Le marché qui achemine l'ordre ou le participant au marché ne peuvent plus se prévaloir de ces dispositions si le marché confirme, en réponse à l'avis, qu'il ne rencontre pas de problèmes techniques.

b) L'alinéa *b* de l'article 6.2 de la règle prévoit une exception à l'obligation, pour les marchés, d'appliquer leurs politiques et procédures afin d'empêcher raisonnablement les transactions hors cours lorsqu'ils reçoivent un ordre à traitement imposé. En particulier, le marché qui reçoit un tel ordre peut immédiatement l'exécuter ou l'inscrire dans le registre (ou toute tranche restante), et ne pas appliquer ses politiques et procédures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours. Toutefois, les politiques et procédures du marché doivent inclure une description du traitement d'un ordre à traitement imposé. Le paragraphe *c* de l'article 6.2 et [le sous-alinéa ii de](#) l'alinéa [a du paragraphe 1](#) de l'article 6.4 de la règle prévoient une exception dans le cas où le marché ou le participant au marché achemine simultanément des ordres à traitement imposé pour exécution contre le volume total affiché de tout ordre protégé contourné. Cette exception tient à la possibilité que des ordres à traitement imposé acheminés simultanément ne soient pas exécutés simultanément, ce qui occasionne alors une ou plusieurs transactions hors cours du fait qu'un ordre à un cours moins élevé est exécuté en premier.

c) Le paragraphe *d* de l'article 6.2 et [le sous-paragraphe le sous-alinéa ii](#) de l'alinéa [a du paragraphe 1](#) de l'article 6.4 de la règle prévoient une exception pour cause de variation des marchés. En particulier, l'exception permet la réalisation d'une transaction

hors cours lorsque, immédiatement avant l'exécution de l'ordre qui y donne lieu, le marché sur lequel l'ordre a été exécuté affichait le meilleur cours, mais au moment de l'exécution, le marché fluctue et un autre marché affiche le un ordre protégé doté du meilleur cours. Cette exception pour cause de fluctuation des marchés permet, dans certaines circonstances, l'exécution d'un ordre sur un marché dans les limites du meilleur cours acheteur ou vendeur sur ce marché, mais hors des limites ~~du meilleur cours acheteur ou vendeur~~ de la meilleure offre d'achat protégée ou de la meilleure offre de vente protégée sur l'ensemble des marchés qui affichent des ordres protégés. Tel pourrait être le cas, par exemple, dans les circonstances suivantes :

i) ~~le meilleur cours acheteur ou vendeur affiché~~ la meilleure offre d'achat protégée ou la meilleure offre de vente protégée affichée sur l'ensemble des marchés fluctue entre la saisie d'un ordre et son exécution sur un marché donné;

ii) une opération convenue hors marché est saisie sur un marché à un cours se situant dans la fourchette ~~des meilleurs cours acheteur et vendeur affichés~~ de la meilleure offre d'achat protégée et de la meilleure offre de vente protégée affichées sur l'ensemble des marchés, mais avant l'exécution (c'est-à-dire la saisie) de l'ordre, ~~le meilleur cours acheteur ou vendeur affiché~~ la meilleure offre d'achat protégée ou la meilleure offre de vente protégée affichée sur l'ensemble des marchés fluctue, ce qui occasionne une transaction hors cours.

d) Le paragraphe *e* de l'article 6.2 et ~~le sous-paragraphe~~ le sous-alinéa *iv* de l'alinéa *a* du paragraphe 1 de l'article 6.4 de la règle permettent les ordres à cours calculé, les ordres non standards et les ordres au cours de clôture parce qu'ils présentent des caractéristiques particulières qui les distinguent des autres ordres. Ces caractéristiques concernent le cours (pour les ordres à cours calculé et les ordres au cours de clôture) et les conditions de règlement non standards (pour les ordres non standards) qui ne sont établies par aucune bourse ni aucun système de cotation et de déclaration d'opérations.

e) Le paragraphe *f* de l'article 6.2 et ~~le sous-paragraphe~~ le sous-alinéa *v* de l'alinéa *a* du paragraphe 1 de l'article 6.4 de la règle autorisent les opérations exécutées en cas de marché croisé ~~pour~~ entre les ordres protégés visant un titre coté. Sans cette autorisation, aucun marché ne pourrait exécuter d'opérations ~~dans ce cas~~ lorsque la meilleure offre d'achat protégée et la meilleure offre de vente protégée sont croisées parce qu'il s'agirait de transactions hors cours. Comme la protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres protégés ou tranches d'ordres affichés protégés, il est possible que les ordres cachés ou en réserve restent dans le registre après exécution de tous les ordres protégés affichés, ce qui peut entraîner des marchés croisés entre les ordres protégés. Quiconque ~~réalise une opération croisée~~ croise intentionnellement la meilleure offre d'achat protégée ou la meilleure offre de vente protégée pour tirer avantage de ces dispositions commet une infraction à l'article 6.5 de la règle.

6.4. Les marchés figés et croisés

1) En vertu de l'article 6.5 de la règle, aucun participant au marché ni aucun marché qui achemine des ordres ou qui en modifie le cours ne peut intentionnellement figer ni croiser un ~~marché~~ ordre protégé en saisissant un ordre ~~protégé visant à~~ affiché sur tout marché afin d' acheter un titre à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée ou ~~en saisissant un ordre protégé visant à~~ de vendre un titre à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. ~~Cette disposition~~ L'article 6.5 de la règle vise à empêcher que des ordres protégés soient figés ou croisés intentionnellement. Cette disposition s'applique sans égard au fait que l'ordre qui fige ou croise le marché soit saisi sur un marché qui affiche ou non des ordres protégés. Elle ne vise pas à interdire les ordres à cours limité négociables. Le paragraphe *f* de l'article 6.2 et ~~le sous-paragraphe~~ le sous-alinéa *v* de l'alinéa *a* du paragraphe 1 de l'article 6.4 de la règle permettent de débloquer les marchés croisés qui se produisent accidentellement.

Les autorités en valeurs mobilières du Canada considèrent qu'un ordre est « saisi » sur le marché lorsqu'il est acheminé ou que son cours a été modifié. Cependant, elles ne considèrent pas le déclenchement d'un ordre stop (aussi appelé ordre à arrêt unique) saisi antérieurement comme une « saisie » de l'ordre ou une « modification » de son cours.

2) L'article 6.5 de la règle ~~interdit à ne restreint pas la capacité d'~~un participant au marché ou ~~à d'~~un marché qui achemine des ordres ou ~~qui en modifie le cours de figer ou de~~ ~~en modifie le cours d'acheminer ou de saisir un ordre affiché qui figera ou croisera un autre ordre affiché qui n'est pas protégé.~~

a) Si la saisie d'un ordre protégé fige ou croise un ordre affiché sur un autre marché qui n'est pas un ordre protégé, l'article 6.5 de la règle aurait pour effet de restreindre la possibilité de saisir des ordres supplémentaires qui figeraient ou croiseraient l'ordre protégé, ce qui devrait alors contribuer à réduire la durée d'un marché figé ou croisé.

b) Un ordre affiché non protégé qu'un ordre protégé saisi ultérieurement vient figer ou croiser n'a pas à être annulé et son cours n'a pas à être modifié. Cependant, si le marché modifie subséquemment le cours d'un ordre affiché non protégé, comme cela peut se produire avec un ordre lié, l'ordre sera considéré comme ayant été « saisi » au moment de la modification du cours et sera soumis à l'interdiction de figer ou croiser un ordre protégé.

c) Les autorités en valeurs mobilières du Canada estiment que le participant au marché qui tente délibérément de contourner l'application de l'article 6.5 de la règle en saisissant d'abord un ordre affiché sur un marché qui n'est pas un ordre protégé et en saisissant ensuite un ordre protégé sur autre marché qui fige ou croise l'ordre non protégé contrevient à cet article.

3) Un ordre protégé est figé ou croisé intentionnellement un marché. Cela se produit par exemple lorsqu'un participant au marché saisi un ordre qui fige ou croise le marché en vue d'éviter d'acquitter les droits exigés par un marché ou de profiter des rabais offerts par un marché. Cela pourrait également se produire lorsque le système d lorsqu'un marché est programmé pour modifier le cours des ordres sans vérifier si le nouveau cours aurait pour effet de figer le marché un ordre protégé ou lorsque l'acheminement d'ordres par le marché vers un autre marché donne lieu à un marché figé- par un ordre protégé. Cela pourrait également se produire lorsque l'intention du participant au marché était de figer ou de croiser un ordre protégé en vue d'éviter d'acquitter les droits exigés par un marché ou de profiter des rabais offerts par un marché.

Dans certaines situations, un ~~marché~~ ordre protégé peut être figé ou croisé ~~peut se produire~~ accidentellement, par exemple :

~~a) en raison du temps de latence lorsqu'un participant au marché achemine à divers marchés plusieurs ordres à traitement imposé désignés comme « exécuter sinon annuler »;~~ ~~b) en raison d'un ordre protégé affiché sur un marché qui connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché;~~

~~e) b) en raison d'un ordre affiché à un moment où une offre d'achat protégée était plus élevée qu'une offre de vente protégée;~~

~~d) c) en raison d'un ordre affiché après que la totalité de la liquidité protégée affichée a été exécutée et qu'un ordre en réserve a généré une nouvelle offre d'achat protégée visible qui est supérieure à l'offre de vente protégée affichée ou une nouvelle offre de vente protégée visible qui est inférieure à l'offre d'achat protégée affichée;~~

~~e) d) en raison d'un ordre saisi sur un marché particulier afin de se conformer aux obligations prévues par la législation en valeurs mobilières, comme la Rule 904 du Regulation S de la Loi de 1933 qui exige que les titres assujettis à des restrictions en matière de revente aux États-Unis soient vendus au Canada sur un « marché de valeurs extraterritorial désigné » (*designated offshore securities market*);~~

~~f) e) en raison d'un ordre affiché dans une « situation de concurrence », où des ordres concurrents, dont au moins un est un ordre protégé, sont saisis sur des marchés presque au même moment sans qu'aucune des parties n'ait connaissance de l'autre ordre au moment de la saisie;~~

~~g)~~ en raison des différences entre le temps de traitement et le temps de latence des systèmes du participant au marché, des marchés, de l'agence de traitement de l'information et des fournisseurs d'information;

~~h)~~ en raison des différences entre les mécanismes des marchés conçus pour « reprendre » la négociation après une suspension à des fins réglementaires ou opérationnelles;

~~h)~~ en raison de l'exécution d'un ordre au cours du processus de répartition à l'ouverture ou à la fermeture d'un marché alors que la négociation avait lieu au même moment de façon continue sur un autre marché affichant des ordres protégés.

3) Si un participant au marché qui recourt à un ordre à traitement imposé choisit d'inscrire l'ordre ou toute tranche restante qui n'a pas été immédiatement exécutée dans le registre, il doit veiller à ce que la partie de l'ordre qui est inscrite dans le registre n'ait pas pour effet de figer ou de croiser ~~le marché~~ un ordre protégé. Les autorités en valeurs mobilières du Canada estiment que les ~~marchés~~ ordres protégés figés ou croisés résultant d'ordres à traitement imposé inscrits dans le registre ou de toute tranche restante d'ordres de ce type sont intentionnels et constituent une infraction à l'article 6.5 de la règle.

6.5. Disposition anti-échappatoire

L'article 6.7 de la règle interdit à quiconque d'envoyer un ordre à une bourse, à un système de cotation et de déclaration d'opérations ou à un ~~système de négociation parallèle~~ SNP qui n'exerce pas d'activité au Canada pour éviter de l'exécuter contre un ordre protégé ayant un meilleur cours sur un marché au Canada. Cet article vise à empêcher l'acheminement d'ordres à des marchés étrangers à la seule fin de contourner le régime canadien de protection des ordres.

PARTIE 7 LA SURVEILLANCE ET LES MESURES D'APPLICATION

~~7.1~~ 7.1. La surveillance et les mesures d'application des règles établies par la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations

Selon l'article 7.1 de la règle, la bourse reconnue établit des règles régissant la conduite de ses membres. Selon l'article 7.3 de la règle, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations établit des règles régissant la conduite de ses adhérents. La bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations peut surveiller la conduite de ses membres ou adhérents et prendre les mesures d'application des règles ainsi établies, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation. Le fournisseur de services de réglementation est une personne ou société qui fournit des services de réglementation et qui est une bourse reconnue, un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou une entité d'autoréglementation reconnue.

Si la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations a conclu une entente écrite avec un fournisseur de services de réglementation, les règles adoptées par l'un ou l'autre conformément à la partie 7 de la règle devraient comprendre l'ensemble des règles du fournisseur qui se rapportent à la négociation. Par exemple, si la bourse ou le système a conclu une entente écrite avec l'OCRCVM, les règles qu'il adopte reprennent les Règles universelles d'intégrité du marché de cet organisme. La synchronisation des horloges, les désignations des opérations et les obligations d'arrêt des opérations sont des exemples de règles qui se rapportent à la surveillance, par le fournisseur de services de réglementation, des activités de négociation sur la bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations et entre les marchés.

Nous estimons que la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui a conclu une entente écrite avec le fournisseur de services de réglementation doit adopter l'ensemble de ses règles qui se rapportent à la négociation compte tenu de leur importance pour la surveillance efficace des activités de négociation sur et entre les marchés. Nous soulignons que le fournisseur de services de réglementation est tenu de surveiller la conformité aux règles adoptées et de sanctionner les membres de la bourse reconnue ou les utilisateurs du système reconnu de cotation et de déclaration

d'opérations. Il est également tenu de surveiller la conformité de la bourse reconnue ou du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations avec ces règles, mais il incombe à l'autorité en valeurs mobilières de sanctionner la bourse ou le système.

Selon les articles 7.2 et 7.4 de la règle, la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui choisit de confier la surveillance et les mesures d'application à un fournisseur de services de réglementation conclut avec lui une entente aux termes de laquelle celui-ci s'engage à prendre les mesures d'application des règles adoptées par l'un ou l'autre conformément au paragraphe 1 de l'article 7.1 ou 7.3.

Plus particulièrement, les articles 7.2 et 7.4 exigent que l'entente écrite conclue entre une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations et son fournisseur de services de réglementation prévoie que ce dernier assure la surveillance de la conformité aux règles établies au paragraphe 1 de l'article 7.1 ou 7.3 et prend des mesures d'application, et surveille la conformité aux règles adoptées conformément au paragraphe 3 de ces articles.

L'alinéa *i* du paragraphe *a* de l'article 7.2.1 prévoit que la bourse reconnue doit transmettre l'information dont le fournisseur de services de réglementation a raisonnablement besoin pour surveiller efficacement la conduite et les activités de négociation des participants au marché sur et entre les marchés. La surveillance des activités de négociation « entre les marchés » renvoie aux cas où certains titres sont négociés sur plusieurs marchés. Elle pourrait ne pas s'appliquer lorsque les titres sont négociés sur un seul marché.

En vertu de l'alinéa *ii* du paragraphe *a* de l'article 7.2.1, la bourse reconnue doit transmettre l'information dont le fournisseur de services de réglementation a raisonnablement besoin pour surveiller efficacement sa conformité aux règles adoptées conformément au paragraphe 3 de l'article 7.1. Par ailleurs, le paragraphe *b* de l'article 7.2.1 exige que la bourse reconnue se conforme à l'ensemble des ordres et directives de son fournisseur de services de réglementation qui ont trait à la conduite et aux activités de négociation de ses membres ainsi qu'à la supervision, par le fournisseur, de la conformité de la bourse aux règles adoptées conformément au paragraphe 3 de l'article 7.1.

7.2.2. La surveillance et les mesures d'application dans le cas du SNP

Selon l'article 8.2 de la règle, le fournisseur de services de réglementation doit établir les règles à l'intention du SNP et de ses adhérents. Avant d'exécuter une opération pour un adhérent, le SNP doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation et une entente avec chaque adhérent. Ces ententes forment le fondement sur lequel le fournisseur de services de réglementation assurera la surveillance des activités de négociation du SNP et de ses adhérents et prendra les mesures d'application de ses règles. Les règles établies par le fournisseur de services de réglementation doivent notamment prévoir que le SNP et ses adhérents vont exercer leurs activités de négociation conformément à la règle. Le SNP et ses adhérents sont considérés comme se conformant à la règle et sont dispensés de l'application de la plupart de ses dispositions si le SNP et l'adhérent respectent les règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

7.3.3. La surveillance et les mesures d'application dans le cas de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations

Selon l'article 9.1 de la règle, le fournisseur de services de réglementation doit établir des règles régissant la conduite de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations. Selon l'article 9.2 de la règle, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation, prévoyant notamment que celui-ci surveille les activités de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et prend les mesures d'application des règles établies par le fournisseur de services de réglementation. Toutefois, l'article 9.3 de la règle dispense l'intermédiaire entre courtiers sur obligations de l'application des articles 9.1 et 9.2 de la règle dès lors qu'il se conforme à la Règle 2800 de l'OCRCVM, Code de conduite à l'intention des sociétés courtiers membres de la société négociant sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt, et ses modifications, comme si ce principe s'appliquait à lui.

7.47.4. La surveillance et les mesures d'application dans le cas du courtier exécutant des opérations sur des titres de créance non cotés hors marché

Selon l'article 10.1 de la règle, le fournisseur de services de réglementation doit établir des règles régissant la conduite du courtier exécutant des opérations sur des titres de créance non cotés hors marché. Selon l'article 10.2 de la règle, le courtier doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation, prévoyant notamment que celui-ci surveille les activités du courtier et prend les mesures d'application des règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

7.5. L'entente entre le marché et le fournisseur de services de réglementation

Le paragraphe *c* des articles 7.2 et 7.4 de la règle a pour objet de faciliter la surveillance exercée par les fournisseurs de services de réglementation sur les activités de négociation des participants au marché sur les marchés et entre eux. Il vise aussi à faciliter la surveillance, à des fins particulières, de la conduite des bourses reconnues et des systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations. Il peut amener le fournisseur de services de réglementation à surveiller les marchés qui l'ont engagé et à faire rapport à une bourse reconnue, à un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou à une autorité en valeurs mobilières si un marché ne respecte pas ses obligations réglementaires ou ses politiques et procédures. Bien que l'étendue de la surveillance puisse changer selon l'évolution des marchés, nous nous attendons à ce qu'elle porte au moins sur la synchronisation des horloges, l'utilisation des désignations, des symboles et des identificateurs spécifiques, les obligations relatives à la protection des ordres, ainsi que celles qui concernent la piste de vérification.

7.6. La coordination de la surveillance et des mesures d'application

1) En vertu de l'article 7.5 de la règle, les fournisseurs de services de réglementation, les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations doivent conclure une entente écrite visant à coordonner les mesures d'application des règles prévues aux parties 7 et 8. Cette coordination est nécessaire aux fins de la surveillance intermarchés.

2) Toute bourse reconnue ou tout système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui n'a pas engagé de fournisseur de services de réglementation demeure dans l'obligation de coordonner ses activités avec celles d'un fournisseur de services de réglementation et des autres bourses ou systèmes de cotation et de déclaration d'opérations sur lesquels les mêmes titres se négocient afin d'assurer une surveillance intermarchés efficace.

3) À l'heure actuelle, l'OCRCVM est le seul fournisseur de services de réglementation pour les titres de créance non cotés et les titres cotés, sauf les options et, au Québec, les dérivés standardisés. Lorsque plusieurs fournisseurs de services de réglementation réglementent des marchés sur lesquels un certain type de titre se négocie, les fournisseurs doivent coordonner la surveillance et les mesures d'application des règles établies.

PARTIE 8 LES RÈGLES SUR LA PISTE DE VÉRIFICATION

8.18.1. Les règles sur la piste de vérification

Selon l'article 11.2 de la règle, le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations sont tenus d'enregistrer sous forme électronique et de déclarer certains éléments d'information au sujet des ordres et des opérations. Les informations à enregistrer comprennent les indications exigées par le fournisseur de services de réglementation (comme l'indication qu'un ordre est exécuté pour le compte d'un actionnaire important). Les obligations prévues à la partie 11 visent à permettre à l'entité chargée de la surveillance de constituer une piste de données sur les ordres, les cotations et les opérations qui renforcera ses capacités de surveillance et d'examen.

8.28.2. La transmission de l'information au fournisseur de services de réglementation

Conformément à l'article 11.3 de la règle, le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doivent fournir au fournisseur de services de réglementation l'information que celui-ci exige, dans un délai de dix jours ouvrables et sous forme électronique. Cette obligation ne s'applique que dans le cas où le fournisseur de services de réglementation établit des règles de transmission de l'information.

8.38.3. La forme électronique

Le paragraphe 1 de l'article 11.3 de la règle prévoit que l'information doit être transmise au fournisseur de services de réglementation et à l'autorité en valeurs mobilières sous forme électronique. Le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doivent fournir l'information dans une forme qui permette au fournisseur de services de réglementation et à l'autorité en valeurs mobilières d'y accéder (par exemple, en format SELECTR).

ANNEXE D

Liste des intervenants

Avis de 2014

Acumen Capital Finance Partners Limited
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
BlackRock Asset Management Canada Limited
BMO Marchés des Capitaux
Bourse des valeurs canadiennes
Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies
Canadian Securities Traders Association, Inc.
Chi-X Canada ATS Limited
Financière Banque Nationale Inc.
Gestion de Placements TD Inc.
Groupe TMX Limité
ITG Canada Corp.
Katya Malinova et Andreas Park, Département d'économie, Université de Toronto
La Neo Bourse Aequitas Inc.
Leede Financial
Liquidnet Canada
Marchés mondiaux CIBC inc.
Omega Securities Inc.
RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
RBC Marchés de Capitaux
Scotia Capitaux Inc.
Stikeman Elliott S.E.N.C.R.L., s.r.l.
Tradebot Systems Inc.
True North Vantage
Valeurs mobilières TD
W.D. Latimer Co. Limited

Avis de 2015

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
Canadian Securities Traders Association, Inc.
Chi-X Canada ATS Limited
Financière Banque Nationale Inc.
Groupe TMX Limité
ITG Canada Corp.
KOR Group LLC
La Neo Bourse Aequitas Inc.
Marchés mondiaux CIBC inc.
PI Financial Corp.
RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.
Scotia Capitaux Inc.
The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies

ANNEXE E

Résumé des commentaires sur l'avis de 2014 et réponses des ACVM

Sujet	Résumé des commentaires	Réponse des ACVM
Seuil de part de marché	La plupart des intervenants se sont exprimés au sujet du seuil proposé, et les avis sont partagés.	
Niveau du seuil	<p>Un certain nombre d'intervenants appuient le seuil proposé de 5 %. Ils estiment que, dans la forme proposée, le seuil offre un équilibre raisonnable et permet aux courtiers de prendre des décisions en matière de connectivité aux marchés, tout en conservant la plupart des avantages du RPO.</p> <p>Cependant, certains de ceux qui appuient en général l'instauration d'un seuil de part de marché expriment des inquiétudes par rapport au niveau proposé, en particulier sur la capacité des marchés non protégés d'atteindre et de maintenir un seuil de 5 %, et sur les conséquences négatives possibles sur la concurrence. Certains proposent de l'abaisser.</p> <p>Un certain nombre d'intervenants s'opposent tant à l'introduction d'un seuil de part de marché qu'au niveau proposé. Ils craignent que cette approche ajoute à la complexité et nuise à la concurrence. De plus, un intervenant est d'avis qu'au niveau proposé, le seuil pourrait exacerber les problèmes que les ACVM cherchent à régler.</p>	<p>Nous prenons acte du fait que les commentaires reçus au sujet du seuil de part de marché sont partagés, tant sur l'introduction d'un seuil que sur le niveau proposé. Nous demeurons toutefois d'avis que l'introduction d'un seuil est la meilleure méthode pour réaliser l'équilibre entre les avantages du RPO et certaines des inefficiences et certains des coûts qu'entraîne sa mise en œuvre.</p> <p>Dans l'avis de 2014, nous proposons un seuil de part de marché de 5 %. Compte tenu des commentaires reçus et après discussion, nous avons décidé de l'abaisser à 2,5 %. Nous estimons que ce seuil plus bas remédie à certaines des préoccupations soulevées au sujet de son incidence sur la concurrence.</p> <p>Quant à la complexité que l'introduction du seuil ajoute au système, nous signalons que l'évolution</p>

<p>Incidence du seuil sur la concurrence</p>	<p>Les avis sont partagés au sujet de l'incidence de l'introduction d'un seuil. Cependant, comme il est précisé ci-dessus, nombre d'intervenants indiquent craindre que le taux proposé de 5 % n'ait une incidence négative sur la concurrence et ne représente un obstacle à l'entrée sur le marché de nouveaux concurrents.</p>	<p>des modèles de négociation des marchés relativement aux délais de traitement des ordres a déjà entraîné des décisions réglementaires qui ont introduit dans le système une bonne part de la complexité signalée par les intervenants.</p> <p>Comme il est indiqué ci-dessus, nous abaissons le seuil de 5 % à 2,5 %. À notre avis, il est nécessaire pour établir un équilibre avec certaines inefficiences et certains coûts du RPO, mais nous prenons acte de la crainte que, dans la conjoncture actuelle des marchés canadiens, un taux de 5 % ne représente un obstacle à la concurrence.</p>
<p>Critères pour le calcul du seuil</p>	<p>Les avis sur les mesures utilisées dans le calcul du seuil sont partagés. La plupart des intervenants appuient la décision d'inclure l'activité de négociation dans le calcul, mais ils sont moins nombreux à approuver celle d'accorder le même poids au volume et à la valeur des opérations.</p>	<p>Nous pensons toujours qu'il est approprié d'accorder le même poids au volume et à la valeur des opérations afin d'obtenir un résultat plus équilibré et de tenir compte des marchés qui négocient essentiellement des titres dont la valeur est peu élevée.</p>
<p>Seuil de part de marché –</p>	<p>Certains intervenants appuient l'approche proposée à l'égard du</p>	<p>Nous sommes toujours d'avis qu'il est important</p>

<p>traitement des bourses d'inscription</p>	<p>traitement des bourses d'inscription qui n'atteignent pas le seuil de part de marché. D'autres, toutefois, expriment la crainte que des bourses ne soient ainsi incitées à inscrire des titres à leur cote pour bénéficier de la protection des ordres.</p>	<p>d'offrir la protection des ordres aux bourses reconnues qui n'atteignent pas le seuil de part de marché, mais seulement pour les titres qui sont inscrits à leur cote. Comme il était indiqué dans l'avis de 2014, nous jugeons qu'une bourse reconnue ne devrait pas être désavantagée en ce qui concerne les titres qui sont inscrits à sa cote par rapport à un marché qui négocierait un très petit volume de ces titres, mais qui, lui, atteindrait le seuil prescrit. De plus, nous appuyons le principe voulant que les bourses qui contribuent au processus de collecte de capitaux continuent de jouir de la protection des ordres.</p> <p>Nous prenons actes des préoccupations soulevées par des intervenants quant au risque que des bourses cherchent à inscrire des titres à leur cote à seule fin de bénéficier de la protection du RPO. Nous entendons surveiller les tendances futures à cet égard.</p>
<p>Échéancier pour le calcul de la part de marché</p>	<p>Les commentaires à ce sujet sont partagés, certains appuyant le calcul annuel proposé dans l'avis de 2014 et le délai de mise en œuvre de trois mois. D'autres intervenants, cependant, craignent que l'échéancier proposé pour le calcul annuel soit trop</p>	<p>Comme il est indiqué ci-dessus, nous avons abaissé le seuil de 5 % à 2,5 %, et estimons que ce nouveau taux répondra à certaines des préoccupations soulevées.</p>

	<p>long et que les marchés atteignant le seuil prescrit pendant la période annuelle doivent attendre trop longtemps avant d'obtenir la désignation de marché protégé. Certains proposent d'effectuer des vérifications plus fréquentes du seuil ou d'abaisser celui-ci.</p>	<p>Cependant, nous préconisons toujours une mesure annuelle afin de réduire les coûts pour le secteur qui pourraient découler de calculs plus fréquents et de changements à la liste des marchés protégés.</p>
<p>Ordres figés et croisés</p>	<p>Les intervenants sont partagés entre ceux souscrivant à la décision de restreindre l'application des dispositions aux ordres protégés et ceux qui s'y opposent. Certains craignent qu'elle n'ajoute à la complexité et ne crée de la confusion chez les investisseurs. D'aucuns estiment qu'un courtier ne devrait pas être autorisé à traiter des ordres qui figent ou croisent les marchés auxquels il a accès.</p>	<p>Nous estimons toujours que les cas où des ordres figeront ou croiseront le marché seront de courte durée et que c'est le compromis à faire pour atteindre les résultats visés par l'instauration du seuil de part de marché (offrant ainsi la possibilité de gérer les inefficiences et les coûts). Nous avons évalué l'autre option proposée par certains intervenants, mais sommes inquiets de l'augmentation de la complexité et des coûts liés à la surveillance de la conformité qui en découlerait.</p>
<p>Obligations de meilleure exécution et de communication d'information</p>	<p>La plupart des intervenants appuient les indications sur la meilleure exécution ajoutées dans l'instruction complémentaire et les projets d'obligations d'information en la matière.</p>	<p>Nous prenons acte de ces commentaires. Comme nous l'avons mentionné, nous avons reporté la finalisation des projets relatifs à la meilleure exécution pour faire concorder notre échéancier avec celui des modifications analogues proposées par l'OCRCVM.</p>

<p>Plafonnement des frais de négociation</p>	<p>La plupart des intervenants sont en faveur du projet de plafonnement des frais de négociation, mais considèrent que le plafond proposé pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus est trop élevé. Certains estiment qu'il devrait être moins élevé, compte tenu du fait que le cours moyen des titres au Canada est plus bas qu'aux États-Unis.</p> <p>Certains intervenants s'opposent à l'introduction de plafonds parce que les frais de négociation sont déjà soumis au jeu de la concurrence et qu'ils ont été approuvés par les autorités en valeurs mobilières.</p> <p>.</p>	<p>Comme nous l'avons proposé dans l'avis de 2014, nous introduiront un plafond de 0,0030 \$ par action pour les frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus, et de 0,0004 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$.</p> <p>Nous prenons acte des préoccupations exprimées au sujet du plafond proposé pour les titres dont le cours d'établit à 1 \$ ou plus. Or, notre marché est fortement intégré à celui des États-Unis et nous craignons les répercussions négatives que pourrait avoir sur le marché canadien la mise en œuvre d'un plafond aux frais de négociation pour les titres intercotés aux États-Unis qui serait différent de celui en vigueur dans ce pays.</p> <p>Nous proposons cependant un plafond moins élevé pour les frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus et qui sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne, mais non à celle d'une bourse américaine (les « titres non intercotés »). Ce nouveau plafond fait l'objet d'une consultation distincte des ACVM.</p>
---	--	--

<p>Étude pilote sur l'interdiction de payer des rabais</p>	<p>Plusieurs intervenants appuient la mesure réglementaire prise relativement au paiement de rabais. Certains, toutefois, proposent que les ACVM évaluent la pertinence de consentir des rabais pour certains titres en particulier, notamment les moins liquides.</p> <p>Nombre d'intervenants appuient la réalisation d'une étude pilote, mais conseillent de l'élaborer avec soin et d'utiliser les mesures appropriées.</p> <p>D'autres intervenants ne sont en faveur ni de l'étude pilote sur les rabais ni d'aucune mesure à cet égard. Certains estiment que les rabais constituent un incitatif important pour la liquidité, et que leur interdiction ne résoudra pas les problèmes exposés dans l'avis de 2014.</p> <p>Certains intervenants n'appuient pas le projet d'étude pilote et s'inquiètent de ses répercussions possibles sur l'attractivité du marché canadien. Un intervenant nous demande si les émetteurs auraient la possibilité de refuser de participer à l'étude, compte tenu de son incidence possible sur la liquidité.</p>	<p>Comme nous l'avons mentionné, à ce stade, nous ne mettons en œuvre aucune mesure visant les rabais. Même si nous sommes toujours favorables à une étude pilote, nous ne sommes pas convaincus qu'une étude excluant les titres intercotés puisse donner des résultats significatifs. Nous nous concerterons avec nos homologues américains et évaluerons la possibilité de réaliser une étude pilote conjointe si l'occasion se présente.</p>
<p>Méthode d'examen des droits relatifs aux données</p>	<p>Un certain nombre d'intervenants appuient la méthode proposée. Selon eux, il s'agit d'un élément crucial dans la résolution de problèmes liés au niveau des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés par certains marchés.</p> <p>D'autres s'opposent à l'utilisation de la méthode d'examen des droits relatifs aux données parce qu'ils jugent qu'elle ne répond pas à toutes les</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires reçus au sujet de la méthode et de son application. Nous sommes toujours d'avis que la méthode d'examen des droits relatifs aux données est l'outil le plus approprié pour gérer le niveau de certains des droits existants. Nous continuerons à suivre de</p>

	<p>préoccupations des utilisateurs de données. En particulier, un intervenant estime que la méthode ne règle pas le problème de l'accès pour tous les utilisateurs de données à une liste consolidée à un prix raisonnable. Un autre affirme qu'on ne devrait pas se fonder sur les droits actuels pour calculer la référence canadienne, puisqu'ils sont trop élevés.</p> <p>Des intervenants expriment des avis partagés sur la méthode et son utilisation. L'un d'eux, bien qu'appuyant son utilisation, signale que nous devrions nous préoccuper davantage de déterminer si le montant global des droits relatifs aux données est juste et raisonnable, et moins de sa redistribution entre les marchés. Un autre propose que la pratique consistant à facturer des données à plusieurs reprises à un même utilisateur soit éliminée. Un autre encore estime que les marchés plus petits ne devraient pas être autorisés à facturer des données.</p> <p>Des intervenants se prononcent également sur certaines mesures avant et après les opérations. Plus précisément, ils émettent des réserves concernant une mesure avant les opérations en particulier qui, selon eux, gonflerait le classement d'un marché affichant des ordres sur des titres non liquides.</p>	<p>près l'application de la méthode aux droits actuels et proposés et, si nécessaire, nous la modifierons au fil du temps.</p> <p>De plus, en réponse aux commentaires reçus, nous avons supprimé une mesure avant les opérations et le modèle de classement dans lequel elle était utilisée.</p> <p>Nous prenons également acte des commentaires reçus relativement à l'utilisation d'une référence canadienne. Nous avons l'intention de faire appel à un consultant externe pour établir la référence. Entre-temps, même si nous utiliserons la référence canadienne, nous n'appliquerons pas la méthode ni la référence pour appuyer une augmentation des droits avant que la référence appropriée n'ait été établie.</p>
<p>Frais d'adhésion et de connectivité</p>	<p>Un certain nombre d'intervenants se prononcent sur la réglementation des frais d'adhésion et de connectivité. Les avis sont partagés.</p> <p>La majorité des intervenants ayant répondu à cette question estiment que</p>	<p>Nous n'apporterons pas de modification en ce qui concerne ces frais pour le moment, mais continuerons à suivre cette question de près afin d'établir si des mesures</p>

	<p>ces frais devraient être réglementés, puisque les participants au marché sont tenus de se connecter à des marchés protégés en vertu de la réglementation. Plusieurs expliquent qu'il est particulièrement important de s'assurer que les marchés n'augmentent pas ces frais de manière injustifiée; par exemple, pour atténuer la perte de revenus découlant de restrictions à venir sur d'autres frais facturés par les marchés.</p> <p>D'autres intervenants sont d'avis que des dispositions réglementaires supplémentaires sont inutiles dans ce domaine, puisque les frais font actuellement l'objet d'un examen par les autorités en valeurs mobilières et que les participants au marché sont en mesure de se connecter indirectement aux marchés protégés. Plusieurs d'entre eux estiment que les autorités en valeurs mobilières devraient exercer une surveillance des frais d'adhésion et de connectivité.</p>	<p>seraient nécessaires à l'avenir.</p>
--	--	---

Résumé des commentaires sur l'avis de 2015 et réponses des ACVM

Sujet	Résumé des commentaires	Réponse des ACVM
<p>Commentaires généraux</p>	<p>Nombre d'intervenants formulent des commentaires sur le modèle révisé d'Alpha et sur le processus d'approbation ayant abouti à la mise en œuvre d'un délai dans le traitement des ordres.</p> <p>De nombreux intervenants expriment une préférence pour le remplacement du RPO par un modèle fondé sur la meilleure exécution.</p>	<p>Le modèle d'Alpha a fait l'objet d'une consultation distincte, et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a reçu et examiné tous les commentaires formulés sur ce projet au cours du processus d'examen et d'approbation.</p> <p>En outre, puisqu'il se rapporte à un contexte de RPO « hybride », où certains marchés affichent des ordres non protégés, et d'autres non, nous avons reçu des commentaires portant sur les mêmes éléments de complexité que dans le cadre des projets de modification du RPO de 2014 (relativement à l'instauration d'un seuil de part de marché). La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a examiné tous les commentaires relatifs au modèle d'Alpha proposé et les ACVM les ont examinés à la lumière des projets de modification.</p> <p>Nous demeurons convaincus de l'importance des objectifs visés par le RPO et sommes en faveur du maintien du régime dans le cadre réglementaire afin de</p>

	<p>Certains intervenants estiment que les autorités en valeurs mobilières devraient étoffer les indications sur la meilleure exécution dans le contexte d'un RPO « hybride », en particulier sur la façon de considérer un marché non protégé dans la perspective de la meilleure exécution.</p>	<p>soutenir la confiance d'encourager à contribuer au processus de formation des cours. L'obligation de meilleure exécution et le RPO sont complémentaires : l'une est une obligation qui incombe au marché dans son ensemble, tandis que l'autre est un devoir à l'égard des clients individuels. Nous avons discuté en profondeur de l'option consistant à ne conserver que le modèle de la meilleure exécution et ne sommes pas convaincus qu'elle serait la plus avantageuse pour l'ensemble du marché.</p> <p>Traditionnellement, l'approche en matière de meilleure exécution est fondée sur des « principes », plutôt que sur une liste de facteurs. Un contexte de RPO « hybride » obligera les courtiers à considérer d'autres éléments pour prendre la décision d'accéder ou non à des marchés « non protégés » dans la perspective de la meilleure exécution. Nous signalons également que nous avons finalisé les éléments du projet de RPO de 2014 qui fournissent des indications supplémentaires sur la meilleure exécution. Les ACVM, ainsi que</p>
--	--	---

		l'OCRCVM, évalueront si d'autres indications sont nécessaires.
<p>Question 1 : Le RPO devrait-il s'appliquer aux marchés qui imposent un délai dans le traitement des ordres? Dans l'affirmative, devrait-il s'appliquer à une partie ou à la totalité des marchés? Quels devraient être les facteurs à prendre en considération?</p>	<p>Certains intervenants estiment que le RPO ne devrait pas s'appliquer aux ordres affichés sur des marchés qui imposent un délai dans le traitement des ordres, et que tous les marchés qui en imposent un devraient être considérés sur un pied d'égalité. Un intervenant fait remarquer que protéger les cotations sur des marchés qui « ralentissent » le traitement des ordres serait contraire aux principes que le RPO devait protéger.</p> <p>Un intervenant est d'avis que le RPO devrait continuer de s'appliquer aux marchés qui imposent des délais dans le traitement des ordres.</p> <p>Selon certains intervenants, tous les délais de traitement des ordres ne devraient pas être traités sur un pied d'égalité.</p> <p>Des intervenants sont d'avis que les ACVM devraient examiner de plus près et préciser ce qui devrait constituer un « délai intentionnel dans le traitement des ordres ».</p> <p>Selon certain intervenants, le modèle de RPO « hybride » est trop complexe.</p>	<p>Nous sommes toujours d'avis que le marché qui n'offre pas l'exécution immédiate d'un ordre contre le volume affiché ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée », au sens donné actuellement à cette expression par la règle. Par conséquent, en vertu de la règle, ces marchés n'affichent pas d'« ordres protégés ».</p> <p>Nous avons modifié le libellé de l'instruction complémentaire proposé à l'origine pour apporter des précisions.</p> <p>Nous reconnaissons que le contexte où certains marchés visibles afficheront des ordres protégés et d'autres n'en afficheront pas sera plus complexe. Cependant, la complexité est une tendance observée chez beaucoup de marchés mondiaux, étant donné que les participants cherchent des solutions à différents enjeux et problèmes, et</p>

		<p>que les marchés ont recours à la technologie pour innover et fournir des solutions. Nous appuyons l'innovation et estimons que cette complexité sera gérée. Toutefois, nous continuons de veiller au respect des principes à la base du cadre réglementaire, à l'application uniforme des règles et à la gestion appropriée des répercussions négatives engendrées.</p>
<p>Question 2 : Quelles incidences peut avoir un contexte où les ordres affichés sur des marchés visibles ne sont pas tous protégés en vertu du RPO?</p>	<p>Un certain nombre d'intervenants expriment des inquiétudes au sujet du meilleur cours acheteur et vendeur national (NBBO). En particulier, ils soulèvent des questions sur la formation de ce cours : les données qui seront prises en compte, s'il y aura des listes distinctes et le meilleur cours acheteur et vendeur national qui servira à établir l'amélioration du cours requise pour les ordres qui sont exécutés contre un ordre invisible.</p>	<p>Les modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) de l'OCRCVM ont été approuvées le 18 septembre 2015. Elles ont modifié la définition de l'expression « meilleur cours acheteur » et de l'expression « meilleur cours vendeur » pour qu'elles renvoient uniquement aux ordres affichés sur un « marché protégé » (au sens de la règle).</p> <p>De plus, l'agence de traitement de l'information offre maintenant deux listes de données différentes : l'une qui représente le meilleur cours acheteur et vendeur national de marchés qui n'affichent que des ordres protégés, et l'autre, l'information</p>

	<p>Certains participants sont préoccupés par la complexité et la confusion qui pourraient découler de l'augmentation du nombre d'ordres figés et croisés, tandis qu'un autre estime que si des marchés sont figés ou croisés occasionnellement, cela n'aura pas d'incidence importante.</p> <p>Certains intervenants expriment des préoccupations quant au traitement des marchés « non protégés » dans la perspective de la meilleure exécution. Certains mettent en doute la capacité des courtiers à respecter leurs obligations en matière de meilleure</p>	<p>provenant de tous les marchés canadiens qui affichent des ordres (« protégés » et « non protégés »). Les participants peuvent utiliser les listes de données qui leur sont nécessaires pour respecter leurs obligations.</p> <p>Compte tenu de la rapidité de l'activité de cotation et de négociation, nous estimons que les situations où des ordres sont figés ou croisés seront généralement de courte durée. Pour fournir un contexte de RPO « hybride », nous avons finalisé les modifications aux dispositions portant sur les ordres figés et croisés proposées à l'occasion de l'avis de 2014 de façon à limiter l'interdiction de figer ou de croiser intentionnellement un ordre aux ordres protégés seulement. De plus, nous signalons que les obligations empêcheront encore de saisir d'autres ordres pour figer ou croiser l'ordre protégé intentionnellement.</p> <p>Nous avons mis la dernière main aux modifications de la règle et de l'instruction complémentaire qui fournissent des indications supplémentaires sur la meilleure exécution. Selon</p>
--	---	--

	<p>exécution en l'absence d'indications réglementaires claires.</p>	<p>nous, ces changements aideront les courtiers à gérer leurs obligations dans un contexte où ils ne sont pas tenus d'accéder à tous les marchés affichés pour l'application du RPO. La décision d'accéder ou non à un marché pour respecter l'obligation de meilleure exécution devrait être prise par chaque courtier individuel dans le cadre plus vaste de l'établissement de politiques et de procédures. Ces questions dépendent de divers facteurs et nous demeurons attachés à une approche en matière de meilleure exécution qui soit fondée sur des principes.</p>
<p>Question 3 : Quels seront les changements et les conséquences pour les clients individuels et leurs courtiers, le cas échéant?</p>	<p>Les intervenants ont des avis partagés en ce qui concerne l'incidence sur les clients individuels. Certains estiment que les investisseurs individuels n'auront guère la capacité de juger de la qualité des ordres qu'ils recevront et que les modifications créeront un contexte complexe qui ne sera pas compris. Certains encore sont préoccupés par le fait que les investisseurs individuels pourraient connaître une réduction de leur capacité à capter la liquidité. Et d'autres sont d'avis que l'existence de marchés « non protégés » n'aura que peu d'incidence sur les clients individuels, et que les courtiers bénéficieront d'une plus grande latitude dans la décision d'accéder ou non à différents marchés dans une optique de meilleure exécution.</p>	<p>Nous continuerons de suivre de près les répercussions des modifications sur tous les participants au marché, dont les clients individuels. Les courtiers d'investisseurs individuels seront encore assujettis à l'obligation de meilleure exécution à l'égard de leurs clients et devraient examiner continuellement leurs politiques et procédures en la matière pour s'assurer de toujours être en mesure de justifier la décision de ne pas accéder à des marchés « non protégés ». Les obligations exigeant la</p>

		<p>communication d'information enrichie devraient aider les clients individuels qui cherchent à mieux comprendre comment leur courtier gère leurs ordres.</p>
<p>Question 4 : Avons-nous omis d'aborder certaines conséquences?</p>	<p>Des intervenants mentionnent des conséquences et des questions déjà signalées dans les réponses aux questions précédentes, dont certaines réserves quant à l'établissement du meilleur cours acheteur et vendeur national, l'incidence sur la capacité d'évaluer la liquidité disponible, les répercussions sur la meilleure exécution et les conséquences sur l'intégrité des marchés.</p> <p>Un intervenant est d'avis que le marché pourrait afficher les ordres protégés et non protégés et estime que d'autres « délais systématiques » devraient recevoir le même traitement.</p>	<p>Voir nos réponses ci-dessus. Nous réitérons notre intention de suivre de près les répercussions des délais dans le traitement des ordres sur tous les participants au marché et, dans l'éventualité où ceux-ci auraient des conséquences négatives, nous prendrons les mesures qui s'imposent.</p> <p>Nous estimons que le marché qui impose un délai dans le traitement des ordres ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée ». Pour répondre à la définition, le marché doit, selon nous, avoir la capacité de procéder à l'exécution immédiate de tous les ordres. Nous n'appuyons donc pas la proposition d'autoriser le marché qui impose un délai d'afficher tant les ordres non protégés que les ordres protégés.</p> <p>Nous avons modifié le libellé de l'instruction complémentaire proposé à l'origine pour y apporter</p>

		des précisions sur la façon dont nous traitons les délais intentionnels dans le traitement des ordres.
--	--	--

ANNEXE F

Méthode d'examen des droits relatifs aux données

La méthode d'examen des droits relatifs aux données exposée ci-dessous servira à établir la contribution relative de chaque marché aux activités avant et après les opérations. Elle consiste à établir si les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels par les marchés canadiens reflètent la part de l'activité de négociation de chacun d'eux.

Elle comporte trois étapes :

1. Calcul des mesures avant et après les opérations
2. Classement des marchés en fonction des mesures avant et après les opérations calculées à l'étape 1
3. Attribution d'une fourchette de droits estimatifs à chaque marché

La méthode utilise les notations suivantes pour les mesures avant et après les opérations et les méthodes de classement :

Notation	Description
i	Marché transparent
m	Nombre total de marchés transparents
j	Titres négociés sur un marché transparent
J	Total des titres négociés sur tous les marchés transparents
t	Opération exécutée sur un marché transparent
n	Total des opérations exécutées sur un marché transparent
T	Total des opérations exécutées sur tous les marchés transparents
d	Séance
D	Ensemble des séances au cours de la période visée

a. Mesures avant les opérations

1. **Pourcentage du meilleur cours acheteur et vendeur (MCAV)¹** : le pourcentage de la séance durant laquelle le marché a eu le meilleur cours acheteur (MCA) ou le meilleur cours vendeur (MCV) national pour le titre *j*. Cette mesure est rééchelonnée de sorte que la somme soit égale à 1.

$$\% \text{MCAV}_i = \frac{\text{MCAV}_i}{\sum_{i=1}^m \text{MCAV}_i}$$

¹ La durée au MCAV peut se calculer en fractions de seconde, vu la rapidité des cotations.

$$MCAV_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{\text{secondes au MCA}_j + \text{secondes au MCV}_j}{2 * (6,5 * 60 * 60)} * 100$$

Cette mesure récompense les marchés qui restent au MCAV plus longtemps pendant la séance. Elle peut s'obtenir à partir de données de cotation standards. Pour que la somme de chaque marché soit égale à 1, les mesures de chacun d'eux sont additionnées de manière à obtenir le pourcentage quotidien au MCAV pour l'ensemble du marché, puis le pourcentage de chaque marché est divisé par ce total pour rééchelonner la mesure à 1.

- 2. Pourcentage du meilleur écart :** le pourcentage de la séance durant lequel un marché affichait l'écart le plus faible sur le titre j . Cette mesure est rééchelonnée de sorte que la somme soit égale à 1.

$$\% \text{ écart}_i = \frac{\text{Écart}_i}{\sum_{i=1}^m \text{Écart}_i}$$

$$\% \text{ écart}_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{\text{secondes à l'écart le plus faible}_j}{6,5 * 60 * 60} * 100$$

Cette mesure tend à récompenser les marchés qui fournissent de la liquidité au MCA et au MCV en établissant l'écart le plus faible sur tous les marchés. Cette mesure s'obtient aussi à partir des données de cotation. Pour que la somme de chaque marché soit égale à 1, les mesures de chacun d'eux sont additionnées de manière à obtenir le pourcentage quotidien à l'écart le plus faible pour l'ensemble du marché, puis le pourcentage de chaque marché est divisé par ce total pour rééchelonner la mesure à 1.

- 3. \$Temps(valeur) :** le pourcentage du temps-dollar-volume coté sur un marché par rapport au temps-dollar-volume total de l'ensemble des marchés pour la période, seuls les MCA et MCV étant comptés. Chaque action est pondérée par la valeur négociée au cours de la période, comme l'indique la pondération « p », ci-dessous.

$$\begin{aligned} \$Temps(valeur)_i &= \frac{Temps(v)_i}{\sum_{i=1}^m Temps(v)_i} * Temps(v)_i \\ &= \frac{\sum_{j=1}^J [Cours_j * Volume_j * \text{secondes au MCA} + Cours_j * Volume_j * \text{secondes au MCV}] * p_j}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (Cours_j * Volume_j * \text{secondes au MCA} + Cours_j * Volume_j * \text{secondes au MCV}) * p_j} * 100 \end{aligned}$$

$$p_j = \frac{\$Volume_{t,j}}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^J \$Volume_{t,i}}$$

La pondération par la valeur confère plus d'importance aux actions très négociées et moins à celles qui le sont peu. À la limite, l'action qui ne fait l'objet d'aucune opération n'aura aucun poids dans cette mesure.

b. Mesures après les opérations

- 1. Pourcentage du volume de chaque marché :** le volume négocié sur chaque marché, divisé par le volume total négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\%Volume_i = \frac{Volume_i}{\sum_{i=1}^m Volume_i} * 100$$

Cette mesure récompense le volume négocié et tend à favoriser les marchés où se négocient des actions à des cours relativement bas, car elle ne tient compte que du nombre d'actions négociées et non de leur valeur. À la limite, s'il ne se négociait que des actions à faible cours sur un marché, cette mesure gonflerait la part de ce marché sur l'ensemble du marché.

- 2. Pourcentage du nombre d'opérations de chaque marché :** le nombre d'opérations exécutées sur chaque marché, divisé par le nombre total d'opérations sur tous les marchés au cours de la période.

$$\%Nombre_i = \frac{Nombre_i}{\sum_{i=1}^m Nombre_i} * 100$$

Cette mesure récompense les marchés où se déroule un grand nombre d'opérations. Les marchés pourraient la manipuler en encourageant les négociateurs à fractionner leurs ordres. En pareil cas, ni le volume des opérations ni le volume monétaire négocié ne changeraient, mais le nombre d'opérations augmenterait sensiblement.

- 3. Pourcentage du volume monétaire (valeur) de chaque marché :** le volume monétaire négocié sur chaque marché, divisé par le volume monétaire total négocié sur tous les marchés au cours de la période. Le volume monétaire est le produit du cours par le volume de chaque opération.

$$\% \$Volume_i = \frac{\$Volume_i}{\sum_{i=1}^m \$Volume_i} * 100$$

$$\$Volume = Cours * Volume$$

Cette mesure tient compte de la valeur des opérations. Elle tend à éviter les biais que peut présenter la mesure du volume. Cependant, en raison de l'obligation de déclarer au marché les applications intentionnelles appariées par les courtiers, il se peut que le marché évalué au moyen de cette mesure offre aux courtiers des incitatifs (comme des rabais sur les frais de négociation) pour qu'ils lui déclarent les applications. De cette façon, le marché enregistrerait une part bien plus importante du volume monétaire sans contribuer nécessairement à la formation des cours avant les opérations.

- 4. Pourcentage de la racine carrée du volume monétaire de chaque opération :** la racine carrée du \$Volume de chaque opération t exécutée sur chaque marché, divisée par la somme de la racine carrée du \$Volume négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\% \sqrt{\$Volume_i} = \frac{\sqrt{\$Volume_{i,t}}}{\sum_{t=1}^n \sum_{i=1}^m \sqrt{\$Volume_i}} * 100$$

La racine carrée du volume monétaire est extraite pour chaque opération. Cette mesure n'est pas largement diffusée, mais elle est facile à extraire à partir des relevés d'opérations. Elle réduit l'importance des opérations volumineuses par rapport aux petites opérations, ce qui peut pallier le problème des applications très volumineuses qui gonflent la contribution d'un marché à la formation des cours. Elle présente peut-être l'inconvénient que les opérations sur actions à cours peu élevé (de l'ordre de 1 à 2 \$) ne soient pas du tout réduites et soient donc surreprésentées. Si un marché enregistre un très grand nombre d'opérations de faible valeur, cette mesure gonflerait sa contribution à la formation des cours.

- 5. Étendue de la négociation sur chaque marché :** la moyenne, sur la période, du nombre de symboles négociés plus d'une fois sur chaque marché pendant la séance d , divisée par le nombre de symboles négociés ce jour-là sur tous les marchés.

$$\text{Étendue}_i = \frac{1}{D} \sum_{t=1}^T \frac{\text{Nombre de symboles négociés}_{i,d}}{\text{MAX}[\text{Nombre de symboles négociés}_{i,t}] \quad i = [1 - m]}$$

L'étendue de la négociation mesure le nombre de symboles faisant l'objet d'opérations sur un marché. Utilisée avec les autres mesures après les opérations, elle présente l'inconvénient de « pénaliser deux fois » les marchés sur lesquels tous les titres ne sont pas négociés. De par sa nature, la portée de la négociation sera très large dans le cas des bourses (comme la TSX) et plus étroite dans les cas des nouveaux marchés qui doivent se gagner des parts de marché sur les actions moins liquides. Bien qu'elle mesure l'« activité » des marchés, le marché sur lequel ne se négocie que la moitié de tous les symboles est, par définition, pénalisé pour ne pas réunir tous les symboles. Ainsi, prise isolément, l'étendue peut être un précieux indicateur des niveaux d'activité

des marchés, mais appliquée concurremment avec d'autres mesures, elle peut conférer un avantage disproportionné aux bourses existantes et aux grands SNP.

L'inconvénient de cette mesure est que le marché qui tente d'afficher une étendue aussi proche que possible de 1 (c'est-à-dire que tous les titres cotés y seraient négociés) pourrait récompenser les participants au marché (en leur offrant des crédits ou des rabais en ouverture de séance) pour être les « premiers » de la séance à négocier un titre donné. De cette façon, les marchés pourraient s'assurer au moins une opération sur chaque titre sans contribuer de façon significative à la liquidité ou à la formation des cours.

c. Modèles de classement

Afin de classer les marchés selon leur contribution à la formation des cours, nous avons conçu deux modèles à partir des mesures avant et après les opérations. Bien que nous ayons accordé la même importance aux mesures avant et après les opérations, il s'agit d'une décision arbitraire.

1. Agence de traitement de l'information – valeur : la valeur établie selon le modèle de distribution des revenus appliqué par l'agence de traitement de l'information américaine.

$$\left[\frac{\% \sqrt{\text{Volume}_i} + \% \text{Nombre}_i}{2} \right] * 0,5 + \$\text{Temps}(\text{valeur})_i * 0,5$$

Ce modèle intègre les mesures utilisées par l'agence de traitement de l'information américaine pour distribuer les revenus entre les marchés participants. Les mesures après les opérations sont pondérées également et composées de la part de la racine carrée du volume monétaire et du nombre d'opérations qui revient à chaque marché. La pondération de ces deux mesures prises ensemble est de 50 % de la valeur du modèle.

La mesure avant les opérations utilisée est le pourcentage du temps – dollar coté, pondéré par la valeur. Elle a aussi une pondération de 50 % dans le modèle final. La pondération de ce modèle par la valeur négociée de chaque titre confère plus d'importance aux actions qui font l'objet d'un nombre élevé d'opérations, ce qui récompense davantage les marchés qui fournissent de la liquidité dont la majorité est utilisée.

2. Modèle 3 : ce modèle est très différent du précédent. Pour l'élément après les opérations, il tient compte de la part du volume négocié, de la part du nombre d'opérations et de la part du volume monétaire de chaque marché. Ces trois éléments ont une pondération égale dans l'indice obtenu. Les mesures avant les opérations prises en compte sont le pourcentage de la séance au meilleur écart et celui au MCAV national. Ces deux éléments après les opérations ont une

pondération égale. Les mesures avant et après les opérations obtenues sont pondérées de façon égale pour arriver à l'indice final.

$$\left[\frac{\%Volume_i + \%Nombre_i + \%Volume_i}{3} \right] * 0,5 + \left[\frac{\%Écart_i + \%MCAV_i}{2} \right] * 0,5$$

d. Attribution de droits estimatifs ou d'une fourchette de droits estimatifs

Les calculs obtenus au moyen de ces méthodes de classement nous serviraient à établir si les droits exigés par un marché (ou ceux qu'il propose d'exiger) sont proportionnels à sa part de l'activité de négociation. Nous utilisons le montant de référence canadien qui consiste à regrouper les droits relatifs aux données facturés par chaque marché dans un « panier ». Les droits qui en résultent sont considérés comme appropriés pour le marché canadien. Le résultat est redistribué en fonction des deux méthodes de classement, ce qui nous donne quatre droits estimatifs pour chaque marché.