

Avis de consultation des ACVM
**Projet de modification de l'Instruction complémentaire relative à la Norme
Canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* : application du régime de
protection des ordres aux marchés imposant des délais systématiques dans le
traitement des ordres**

Le 12 juin 2015

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation un projet de modification de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* (la « Norme canadienne 23-101 »).

Le texte du projet de modification est publié avec le présent avis et peut également être consulté sur le site Web des territoires membres des ACVM, notamment :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bsc.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

Nous avons élaboré le projet de modification en étroite collaboration avec le personnel de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), que nous remercions de nous avoir fait profiter de ses connaissances et de son expertise. L'OCRCVM publiera de nouveau des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) pour y intégrer les éléments du projet de modification.

Contexte

Le présent avis vise à solliciter des commentaires sur le projet de modification (le « projet de modification ») de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* (l'« Instruction complémentaire 23-101 »), qui propose une interprétation de l'application du régime de protection des ordres (RPO) au marché imposant des délais systématiques (y compris un marché ou un mécanisme qu'il exploite) dans le traitement des ordres qu'il a reçus. Si le marché exploite plus d'un marché ou mécanisme et impose un délai (ou « ralentisseur ») dans le traitement des ordres saisis sur certains d'entre eux seulement, le projet de modification ne s'appliquerait qu'à celui sur lequel est imposé le délai.

Le projet de modification fait suite au projet des ACVM sur le RPO publié le 15 mai 2014¹ (le « projet de 2014 »), pour lequel les commentaires sur l'approche basée sur le seuil de part de marché et sur son incidence éventuelle se sont faits nombreux. Nous en avons tenu compte dans notre analyse des délais dans le traitement des ordres et de l'incidence des marchés figés et croisés dans un contexte où sont présents deux types de marchés : ceux qui affichent des ordres protégés et ceux qui affichent des ordres non protégés. Les commentaires nous ont par ailleurs poussés à réévaluer toutes les solutions possibles et notre approche sur le seuil de part de marché et les autres éléments du projet de 2014. En revanche, en raison de l'évolution de la situation sur le plan commercial et de son incidence sur le marché en général, nous croyons essentiel de nous pencher sur l'imposition de délais dans le traitement des ordres et leur interaction avec le RPO. Nous publions donc le projet de modification pour une période de consultation de 60 jours.

Advenant l'adoption du projet de modification, nous recommanderions la mise en œuvre d'une modification jugée nécessaire à l'article 6.5 de la Norme canadienne 23-101 concernant les marchés figés et croisés telle qu'elle a été publiée dans la foulée du projet de 2014. Se reporter à la partie « Marchés figés et croisés » ci-après.

Nous reconnaissons qu'à la mise en œuvre des modifications aux politiques de négociation d'Alpha Exchange² et avant que soit finalisée la modification à l'article 6.5 de la Norme canadienne 23-101 mentionnée ci-dessus, Alpha affichera des ordres qui ne seront pas considérés comme des ordres protégés pour l'application du RPO en raison des conditions imposées par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Cette dernière ne considérera donc pas les ordres saisis sur d'autres marchés qui figent ou croisent des ordres affichés sur Alpha comme « intentionnels »³.

Objet

Le projet de modification s'attache à l'introduction de délais dans le traitement des ordres par les marchés, et à leur incidence sur l'application du RPO.

Résumé du projet de modification

Les modifications proposées à l'Instruction complémentaire 23-101 introduiraient des indications relatives au RPO à la partie 1.1 exposant qu'à notre avis, aucun ordre saisi sur un marché imposant un délai systématique dans le traitement des ordres ne serait considéré comme un « ordre protégé ».

¹ Publié au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilieres/sept-2014/2014mai15-23-101-cons-publ-fr.pdf>.

² Le 16 avril dernier, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a approuvé des modifications aux politiques de négociation d'Alpha Exchange Inc., sous réserve de certaines conditions. On trouvera plus de détails au http://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces_alpha-exchange_20150421_noa-proposed-changes.htm.

³ Conformément à l'article 6.5 de la Norme canadienne 23-101, il est interdit de figer ou de croiser intentionnellement un ordre protégé.

Date limite

Veillez présenter vos commentaires par écrit sur le projet de modification au plus tard le 17 août 2015. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

Transmission des commentaires

Veillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514 864-6381
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
22nd Floor
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416 593-2318
comments@osc.gov.on.ca

Les commentaires reçus seront publiés

Il est à noter que nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des

commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Il est donc possible que certains renseignements personnels des intervenants, tels que leur adresse résidentielle, professionnelle ou électronique, figure sur les sites Web. Il importe que les intervenants précisent en quel nom ils présentent leur mémoire.

Tous les commentaires reçus seront affichés sur le site Web de l’Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario au www.osc.gov.on.ca.

Questions

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

<p>Serge Boisvert Analyste en réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers 514 395-0337, poste 4358</p>	<p>Roland Geiling Analyste en dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers 514 395-0337, poste 4323</p>
<p>Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l’Ontario 416 593-8167</p>	<p>Kent Bailey Trading Specialist, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l’Ontario 416 595-8908</p>
<p>Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l’Ontario 416 593-8136</p>	<p>Michael Brady Legal Counsel British Columbia Securities Commission 604 899-6561</p>
<p>Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission 403 297-4281</p>	

ANNEXE A

CONTEXTE ET DESCRIPTION DU PROJET DE MODIFICATION

I. CONTEXTE

a) *RPO*

La Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* (la « Norme canadienne 23-101 ») prévoit le RPO, soit une obligation qui garantit que tous les ordres à cours limité immédiatement accessibles, visibles et ayant un meilleur cours sont exécutés avant les ordres à cours limité ayant un cours inférieur, et qu'ils ne sont pas contournés. Il s'agit d'une obligation envers l'ensemble du marché à laquelle il n'est pas possible de déroger. Le RPO vise à favoriser l'intégrité du marché et à donner confiance à tous les types d'investisseurs de façon à ce qu'ils contribuent à la formation des cours en affichant des ordres à cours limité visibles.

Le RPO a été finalisé en novembre 2009 puis mis en œuvre en février 2011. Auparavant, les obligations relatives aux transactions hors cours incombaient aux courtiers; le RPO fait désormais porter la charge de la conformité sur les marchés. Cependant, il donne aux participants au marché la possibilité d'assumer les obligations prévues par la règle et la plupart d'entre eux choisissent de le faire en recourant aux ordres à traitement imposé.

Le participant au marché qui choisit de se plier aux obligations prévues par le RPO en recourant à un ordre à traitement imposé doit d'abord établir, maintenir et faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours, sous réserve de certaines exceptions⁴.

b) *Ordres immédiatement exécutables*

L'examen des principes qui sous-tendent la règle nous permet de voir que le RPO vise à s'appliquer au marché qui offre l'exécution immédiate et automatique d'un ordre contre le volume affiché. L'expression « transaction hors cours » renvoie à un ordre affiché sur un marché qui fournit la fonctionnalité automatisée, laquelle est définie, dans la règle, comme la capacité d'exécuter « immédiatement » des ordres contre le volume affiché. L'expression « immédiatement » n'a jamais été définie et nous croyons toujours que cela est approprié compte tenu de la rapidité à laquelle la technologie évolue. Cependant, eu égard à l'application du RPO, nous nous attendons à ce que l'exécution contre les ordres affichés soit immédiate, sous réserve du temps d'attente normal du marché ou du réseau découlant des différences dans la technologie ou l'emplacement géographique des systèmes du marché.

c) *L'introduction de « ralentisseurs »*

Dernièrement, les marchés ont proposé et sont en train d'introduire une fonctionnalité destinée à retarder la saisie d'ordres dans le moteur de négociation, ce qui a comme conséquence d'empêcher pendant un certain temps l'exécution des ordres soumis contre le volume affiché. Si

⁴ Par exemple, des exceptions s'appliquent pour les cotations oscillantes, les problèmes éprouvés par les systèmes du marché et les ordres à cours calculé.

l'exécution des ordres est retardée par ces « ralentisseurs », les ordres qui apportent de la liquidité peuvent tout de même être exécutés, modifiés ou annulés. Cette situation soulève des questions, à savoir si le marché qui impose un délai dans le traitement des ordres fournit une fonctionnalité automatisée, et dans la négative, si les ordres affichés sur un tel marché devraient bénéficier du RPO. Il convient également de se demander si, aux fins de conformité au RPO, il est raisonnable de s'attendre à ce qu'un participant au marché achemine un ordre pour exécution contre un ordre doté d'un meilleur cours affiché sur un marché s'il y a un risque qu'il n'y ait plus de liquidité en raison de la latence volontairement introduite (et peu importe son importance). Nous avons reçu de nombreux commentaires semblables durant la consultation sur les propositions de ces marchés.

À notre avis, sur le plan de la conformité au RPO, il est déraisonnable d'obliger un participant au marché à acheminer des ordres à un marché qui introduit systématiquement dans sa fonctionnalité des délais dans le traitement des ordres. Ce « ralentisseur » et le retard possible dans l'exécution pourraient nuire à la qualité et aux taux d'exécution si les ordres qui apportent de la liquidité disparaissent alors que l'ordre acheminé aux fins d'exécution contre le volume affiché est retardé en raison du « ralentisseur ». Nous estimons qu'il incombe au courtier ou à son client de décider d'acheminer des ordres à ces marchés. Cette approche est en phase avec le principe sous-jacent au cadre relatif au RPO et ne constitue ni une approbation ni une critique de la négociation à faible latence ou des retards systématiques dans le traitement des ordres.

En fonction du type d'ordre ou de la catégorie de participant au marché qui transmet l'ordre, il peut y avoir des cas où seuls certains ordres acheminés à un marché font l'objet d'un délai de traitement. Le cas échéant, certains ordres peuvent être immédiatement exécutés contre le volume affiché et d'autres pas. Ainsi, lorsque les ordres ayant pour effet de réduire la liquidité sont traités différemment par un marché (soit par l'introduction délibérée d'une latence pour certains ordres seulement), le fait d'appliquer le RPO de façon différente vient grandement complexifier la situation et rendre l'exécution incertaine. À notre avis, il n'est pas opportun d'introduire une part d'incertitude dans la notion d'« ordre protégé »; le marché qui introduit un délai dans le traitement des ordres n'est donc plus réputé fournir la fonctionnalité prévue par le RPO.

Nous tenons à souligner que les marchés pourraient proposer d'autres modèles qui introduiraient une nouvelle fonctionnalité ou une fonctionnalité différente, laquelle pourrait ne pas donner lieu à l'exécution « immédiate » d'un ordre contre le volume affiché. Nous évaluerons pour de telles propositions l'application du RPO dans le contexte de la définition de l'expression « fonctionnalité automatisée ».

II. DESCRIPTION DU PROJET DE MODIFICATION

a) Projet de modification relatif au RPO

Comme il est indiqué ci-dessus, le RPO vise expressément à protéger les ordres affichés qui sont immédiatement exécutables. À notre avis, il ne devrait pas s'appliquer aux ordres qui ne répondent pas à ce critère.

Nous proposons donc que les indications relatives au RPO suivantes soient ajoutées à la partie 1.1 de l’Instruction complémentaire 23-101, à titre d’article 1.1.2.1 :

« Pour l’application des articles 6.1 et 6.4, nous estimons qu’un marché ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée », au sens de la règle, s’il impose un délai systématique intentionnel dans le traitement des ordres, pour tous les ordres ou pour certains seulement, qui a pour effet d’empêcher l’exécution immédiate d’un ordre saisi contre le volume affiché. Par conséquent, aucun ordre saisi sur ce marché ne sera considéré comme un « ordre protégé ».

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

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 « systématique ». »

Question 1 : À votre avis, le RPO devrait-il s’appliquer aux marchés qui imposent des délais dans le traitement des ordres? Dans l’affirmative, devrait-il s’appliquer à une partie ou à la totalité de ces marchés? Quels devraient être les facteurs à prendre en considération pour déterminer si le RPO doit s’appliquer à ce type de marchés?

Question 2 : Dans un contexte où les ordres affichés sur des marchés visibles ne sont pas tous protégés en vertu du RPO puisque des marchés imposent des délais dans le traitement des ordres, quelles sont, à votre avis, les incidences pour les marchés visibles protégés et non protégés ainsi que pour les opérations qui y sont effectuées⁵? Veuillez tenir compte des éléments suivants :

- a) les différents participants au marché, y compris les investisseurs individuels et institutionnels, et les fournisseurs de liquidités;
- b) la liquidité sur les marchés visibles protégés et non protégés;
- c) la formation des cours;
- d) les difficultés et les modifications qui pourraient, selon vous, découler de la participation aux marchés visibles protégés et non protégés, y compris les coûts et les efforts;
- e) la transmission et l’utilisation de données consolidées.

Question 3 : Un des objectifs clés du RPO consiste à reconnaître et à soutenir le rôle des investisseurs individuels dans le marché. Si le projet de modification est mis en œuvre,

⁵ Pour les besoins du présent avis, un marché « protégé » est un marché qui affiche des ordres protégés au sens du RPO, contrairement au marché « non protégé », qui n’affiche pas ce type d’ordre.

selon vous, quels changements, le cas échéant, devront être apportés pour les courtiers traitant des flux d'ordres d'investisseurs individuels? À votre avis, quelles seront les conséquences, le cas échéant, pour les clients individuels?

b) Conséquences du projet de modification

Cette interprétation fait en sorte que certains marchés afficheront des ordres qui ne seraient pas protégés contre les transactions hors cours en vertu du RPO. Ce constat fait naître des difficultés semblables à celles soulevées dans le projet de 2014 de même que dans les commentaires reçus en réponse à celui-ci, notamment :

- les répercussions sur les notions de « meilleur cours acheteur » et de « meilleur cours vendeur » en vertu des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM)
- les conséquences liées aux marchés figés et croisés⁶
- les obligations de meilleure exécution et de communication d'information
- les conséquences liées aux données consolidées

i) Meilleur cours acheteur et meilleur cours vendeur

Le 15 mai 2014, l'OCRCVM a publié pour consultation un projet de modification des RUIM⁷ afin d'harmoniser ces dernières avec le projet de 2014 des ACVM; il modifierait, entre autres choses, la définition des expressions « meilleur cours acheteur » et « meilleur cours vendeur » afin qu'elles renvoient aux ordres affichés sur un « marché protégé »⁸. L'OCRCVM propose de nouveau ces modifications afin d'assurer une cohérence avec l'approche préconisée par les ACVM et de favoriser une certaine souplesse.

ii) Marchés figés et croisés

Compte tenu du fait que certains marchés afficheront des ordres qui ne seraient pas protégés et qui pourraient donc être contournés, nous jugeons nécessaire d'évaluer les répercussions des dispositions empêchant de figer ou de croiser intentionnellement les marchés. Comme nous l'indiquons dans le projet de 2014, nous sommes toujours d'avis que de telles dispositions sont appropriées pour renforcer la confiance des investisseurs et l'efficacité du marché. Cependant, si ces dispositions n'étaient pas modifiées, les participants au marché seraient forcés d'accéder aux marchés qui imposent des délais dans le traitement des ordres pour empêcher les marchés figés et croisés, bien qu'ils n'y soient pas tenus pour respecter le RPO.

Par conséquent, si le projet de modification est adopté, nous prévoyons aussi recommander la mise en œuvre de la modification à l'article 6.5 de la Norme canadienne 23-101 faisant partie du projet de 2014, qui aurait pour effet de limiter l'interdiction de figer ou de croiser

⁶ L'article 6.5 de la Norme canadienne 23-101 interdit la saisie intentionnelle d'un ordre qui aurait pour effet de figer ou de croiser un ordre protégé.

⁷ Publié au http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/3f942064-7077-4e57-963b-41ec79373cd0_fr.pdf.

⁸ Au sens de la Norme canadienne 23-101.

intentionnellement les marchés avec des ordres protégés. Nous proposons que l'article se lise comme suit⁹ :

« 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. ».

Ce changement n'empêcherait pas les participants au marché de saisir sur des marchés affichant des ordres protégés des ordres qui figent ou croisent des ordres non protégés affichés sur d'autres marchés. Il en résulterait une augmentation des cas de marchés figés et croisés, mais nous estimons qu'il s'agit d'un équilibre raisonnable entre les objectifs réglementaires importants de l'interdiction et l'objectif d'atténuation des problèmes associés aux délais dans le traitement des ordres imposés par les marchés.

iii) *Meilleure exécution et marchés imposant des délais dans le traitement des ordres*

Pour ce qui est de la meilleure exécution liée aux ordres saisis sur les marchés imposant des délais dans le traitement des ordres, les courtiers devraient, pour établir leurs politiques et leurs procédures, examiner l'information provenant de tous les marchés appropriés (y compris ceux qui imposent des délais dans le traitement des ordres). Conformément aux obligations actuelles en matière de meilleure exécution, les courtiers devraient déterminer s'ils doivent accéder aux marchés visibles qui imposent un délai dans le traitement des ordres, et évaluer s'il est approprié de prendre des mesures pour le faire. Nous nous attendons à ce que les politiques et procédures des participants au marché décrivent la façon dont leur décision d'acheminer des ordres à ces marchés ou de les éviter est prise, et ces décisions devraient être revues avec attention de façon régulière. Pour le moment, cette question ne donnera lieu à aucun changement réglementaire.

iv) *Agence de traitement de l'information et données consolidées*

Nous sommes conscients que le projet de modification se traduirait par le fait que certains marchés afficheraient des ordres non protégés, ce qui nécessiterait un changement dans l'information diffusée par l'agence de traitement de l'information. Si le projet de modification est adopté, nous collaborerons avec cette dernière afin de veiller à ce qu'elle reproduise des listes pour les produits suivants : le Canadian Best Bid and Best Offer (CBBO), le Consolidated Depth of Book (CDB) et le Consolidated Last Sale (CLS). Une liste regrouperait tous les marchés affichant des ordres protégés et une autre, l'information sur tous ceux affichant des ordres, même ceux qui imposent des délais dans le traitement des ordres. Les participants au marché pourraient

⁹ Se reporter au projet de modification publié dans le cadre du projet de 2014.

choisir d'utiliser l'une ou l'autre de ces listes mais ils devraient justifier leur choix pour répondre à des demandes de conformité ou se conformer à des obligations réglementaires.

Question 4 : Avons-nous omis d'aborder certaines conséquences? Selon vous, comment pourrions-nous y remédier?

ANNEXE B

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE RELATIVE À LA NORME CANADIENNE 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

1. L'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* est modifiée par l'insertion, après l'article 1.1.2, du suivant :

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

Pour l'application des articles 6.1 et 6.4, nous estimons qu'un marché ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée », au sens de la règle, s'il impose un délai systématique intentionnel dans le traitement des ordres, pour tous les ordres ou pour certains seulement, qui a pour effet d'empêcher l'exécution immédiate d'un ordre saisi contre le volume affiché. Par conséquent, aucun ordre saisi sur ce marché ne sera considéré comme un « ordre protégé ».

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

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 « systématique ». ».