

Avis de publication des ACVM

Projet de modifications à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* et modification de l'instruction complémentaire connexe

Le 26 janvier 2017

I. 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 connexe (l'**instruction complémentaire**) (collectivement, les **modifications**).

Le texte des modifications et certains autres renseignements pertinents sont publiés avec le présent avis et peuvent être consultés sur les sites Web des membres des ACVM, notamment :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.nssc.novascotia.ca
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 10 avril 2017.

II. Objet

Les modifications ont pour objet d'abaisser le plafond des frais de négociation active¹ qui s'applique aux opérations sur certains titres. En prévoyant les frais maximaux pouvant être appliqués à l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre le volume affiché, elles établissent une distinction entre les titres inscrits à la cote d'une bourse canadienne et d'une bourse américaine (les **titres intercotés**) et les titres inscrits à la cote d'une bourse canadienne mais non à celle d'une bourse américaine (les **titres non intercotés**).

¹ Les frais de négociation active s'entendent des frais appliqués pour l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur un marché en particulier.

Les modifications modifient l'article 6.6.1 de la règle de façon à plafonner les frais de négociation active des titres non intercotés à 0,0017 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est supérieur ou égal à 1 \$.

III. Contexte

Le 6 juillet 2016, les frais de négociation active ont été plafonnés à 0,0030 \$ par action ou part négociée pour les titres de capitaux propres et parts de fonds négociés en bourse dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus². Ce plafond est le montant de référence établi par la Securities and Exchange Commission des États-Unis pour l'application d'obligations de protection des ordres analogues à celles prévues par la règle.

Lorsque nous avons fait cette proposition en 2014, nous reconnaissons toutefois que certains jugeaient trop élevé le plafond des frais de négociation aux États-Unis. Ces préoccupations transparaissaient également dans les commentaires, certains intervenants ayant fait valoir que le plafond proposé ne tenait pas compte du fait que le cours moyen des titres canadiens est moins élevé que celui des titres américains.

Nous avons pris acte de l'opinion des intervenants qui préconisaient un plafond moins élevé. Cependant, comme notre marché est fortement intégré à celui des États-Unis et que l'activité de négociation sur les titres intercotés est importante dans ce pays, nous craignons toujours les répercussions négatives que l'établissement d'un plafond sur les frais de négociation des titres intercotés qui différerait considérablement des plafonds comparables aux États-Unis pourrait avoir sur le marché canadien. Les fournisseurs de liquidités étant sensibles aux rabais qu'ils reçoivent pour afficher des ordres sur certains marchés, une diminution des frais facturés par les marchés canadiens se traduirait également par une baisse des rabais offerts. Si la différence entre les rabais offerts au Canada et ceux offerts aux États-Unis pour les titres intercotés était trop grande, il pourrait s'ensuivre un déplacement de liquidités vers les marchés américains et un élargissement des écarts sur les marchés canadiens.

Cependant, les préoccupations susmentionnées ne s'appliquent pas aux titres non intercotés, et pour établir la méthode devant nous permettre de répondre à certaines de celles exprimées sur les frais de négociation, nous avons notamment tenu compte des commentaires selon lesquels ils devraient être fonction de la valeur des actions négociées. Nous avons calculé le cours moyen pondéré en fonction du volume des titres intercotés³ et constaté que le plafond de 0,0030 \$ pour ces titres représente 1,2 point de base. Nous avons ensuite effectué ce calcul pour les titres non intercotés et appliqué le même équivalent en points de base. Les résultats sont présentés dans le tableau ci-dessous.

² Le plafond applicable à la négociation de titres de capitaux propres et de parts de fonds négociés en bourse dont le cours s'établit à moins de 1 \$ est fixé à 0,0004 \$ par action ou part négociée. Il n'a pas changé par suite des modifications.

³ Le cours moyen pondéré en fonction du volume est calculé du 29 juin 2014 au 28 juin 2015.

	Cours moyen pondéré en fonction du volume	Plafond des frais de négociation	Équivalent en points de base
Titres intercotés	25,26 \$	0,0030 \$ par action ou part	1,2 pb
Titres non intercotés	14,30 \$	0,0017 \$ par action ou part	1,2 pb

IV. Modifications

Les modifications plafonnent les frais de négociation active des titres non intercotés à 0,0017 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est supérieur ou égal à 1 \$. Le plafond de 0,0030 \$ par action ou part continuera de s'appliquer aux titres intercotés dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus. Le plafond actuel de 0,0004 \$ par action ou part dont le cours s'établit à moins de 1 \$ demeure inchangé pour les titres intercotés et les titres non intercotés.

Nous avons reçu des commentaires qui abordaient la question de la capacité d'un marché de savoir quand l'état d'un titre intercoté ou non intercoté change, et plus particulièrement quand un titre intercoté devient non intercoté (par exemple, lorsque l'émetteur demande qu'il soit radié de la cote de toutes les bourses américaines concernées) et que le plafond des frais de négociation baisse. En conséquence, nous avons apporté des modifications mineures à la règle et à l'instruction complémentaire. Les nouveaux paragraphes 3 et 4 de l'article 6.6.1 obligent les bourses reconnues à publier la liste trimestrielle des titres intercotés, et le nouvel article 6.6.2 oblige les marchés à réduire leurs frais de négociation active, s'il y a lieu, au plus tard 35 jours après sa publication. Cette obligation devrait avoir une incidence limitée, car certaines bourses publient déjà cette information et toutes peuvent exiger des émetteurs inscrits à leur cote qu'ils la leur fournissent. Indiquer quels titres sont intercotés ou non intercotés ne représentera donc pas une lourde tâche pour ces émetteurs.

Les listes des bourses devront être établies en date du dernier jour de chaque trimestre civil et publiées au plus tard sept jours après la fin de celui-ci. Une disposition transitoire prévoit que les premières listes doivent être établies en date du 10 avril 2017 et publiées au plus tard le 17 avril 2017. Les marchés auront jusqu'au 15 mai 2017 pour procéder à tout ajustement nécessaire des frais.

Nous signalons que si un titre non intercoté devient intercoté, les marchés ne seront pas tenus d'ajuster leurs frais de négociation en vertu des modifications, puisque le plafond prévu pour le premier est inférieur à celui du deuxième.

V. Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

Nous avons reçu six mémoires sur les projets de modifications publiés pour consultation le 7 avril 2016. Nous les avons étudiés et remercions les intervenants de leur participation. La liste des intervenants et le résumé des commentaires accompagné

de nos réponses sont reproduits respectivement aux annexes A et B du présent avis. Il est possible de consulter les mémoires (en anglais) au www.osc.gov.on.ca.

VI. Points d'intérêt local

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

VII. Annexes

- A. Projet de modifications à la Norme canadienne 23-101 et modification de l'instruction complémentaire connexe
- B. Liste des intervenants;
- C. Résumé des commentaires et réponses des ACVM.

VIII. Questions

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

<p>Serge Boisvert Conseiller en réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca</p>	<p>Roland Geiling Analyste en dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers roland.geiling@lautorite.qc.ca</p>
<p>Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tstern@osc.gov.on.ca</p>	<p>Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tbaikie@osc.gov.on.ca</p>
<p>Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario abazavan@osc.gov.on.ca</p>	<p>Paul Redman Chief Economist and Head of Research, Strategy & Operations Commission des valeurs mobilières de l'Ontario predman@osc.gov.on.ca</p>
<p>Kathleen Blevins Senior Legal Counsel Alberta Securities Commission kathleen.blevins@asc.ca</p>	<p>Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission sasha.cekerevac@asc.ca</p>
<p>Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission bsinclair@bcsc.bc.ca</p>	

Annexe A

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

1. La Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* est modifiée par le remplacement de l'article 6.6.1 par les suivants :

« 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;

« titre intercoté » : un titre coté qui est également inscrit à la cote d'une bourse qui est inscrite à titre de *national securities exchange* aux États-Unis d'Amérique en vertu de l'article 6 de la Loi de 1934.

2) Aucun marché assujetti 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 le marché :

a) dans le cas d'un ordre visant un titre intercoté :

i) 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 \$;

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

b) dans le cas d'un ordre visant un titre qui n'est pas un titre intercoté :

i) 0,0017 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est supérieur ou égal à 1 \$;

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

3) La bourse reconnue tient la liste des titres intercotés qui sont inscrits à sa cote en date du dernier jour de chaque trimestre civil.

- 4) La bourse reconnue rend publique sur son site Web la liste visée au paragraphe 3 :
 - a) dans les 7 jours suivant le dernier jour de chaque trimestre civil;
 - b) pendant une période d'au moins 12 mois à compter de la date à laquelle elle est rendue publique sur le site Web.

« 6.6.2. La cessation de l'état de titre intercoté – période de transition pour les frais

Dans le cas où un titre cesse d'être un titre intercoté, l'alinéa *b* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1 ne s'applique pas si les conditions suivantes sont réunies :

- a) à la suite de la cessation, moins de 35 jours se sont écoulés depuis la date à laquelle la liste visée au paragraphe 4 de l'article 6.6.1 a été rendue publique pour la première fois;
- b) les frais exigés sont conformes à l'alinéa *a* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1, comme si le titre était toujours un titre intercoté. ».

2. Transition – publication des titres intercotés

Au plus tard le 17 avril 2017, la bourse reconnue rend publique sur son site Web la liste des titres intercotés inscrits à sa cote en date du 10 avril 2017.

3. Transition – ajustement des frais applicables aux ordres visant des titres non intercotés

Malgré l'alinéa *b* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1, prévu à l'article 1 de la présente règle, le marché qui est assujéti à cet alinéa peut, jusqu'au 15 mai 2017, exiger des frais plus élevés que le montant qui y est prévu pourvu qu'ils n'excèdent pas les suivants :

- 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 \$.

4. Date d'entrée en vigueur

- 1) La présente règle entre en vigueur le 10 avril 2017.
- 2) En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, la présente règle entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 10 avril 2017.

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 6.4, du suivant :

« 6.4.1. Frais de négociation

L'article 6.6.1 plafonne les frais qu'un marché assujéti à l'article 7.1 de la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché* peut exiger pour l'exécution d'un ordre contre un ordre affiché sur le marché. Le plafond des frais de négociation prévu à l'alinéa *a* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1 est plus élevé pour les titres intercotés (c'est-à-dire les titres inscrits à la cote d'une bourse reconnue et d'une *national securities exchange* aux États-Unis d'Amérique) dont le cours est supérieur ou égal à 1 \$. Les paragraphes 3 et 4 de cet article prévoient une procédure pour garantir la transparence de l'état des titres intercotés qui oblige la bourse reconnue à publier trimestriellement une liste de tous les titres intercotés inscrits à sa cote au plus tard 7 jours après la fin de chaque trimestre. Pour l'établir, elle peut s'en remettre aux déclarations des émetteurs assujettis sur leur état. L'article 6.6.2 traite de la situation où un titre intercoté change d'état, en particulier lorsqu'il est radié de la cote de toutes les *national securities exchanges* des États-Unis concernées, n'est plus inscrit qu'à la cote d'une bourse reconnue au Canada et cesse ainsi d'être un titre intercoté. En vertu de cet article, les marchés doivent réduire leurs frais, s'il y a lieu, pour se conformer à l'alinéa *b* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1 au plus tard 35 jours après la publication de la liste indiquant pour la première fois que le titre n'est plus un titre intercoté. ».

ANNEXE B

Liste des intervenants

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
Bourse des valeurs canadiennes
Canadian Advocacy Council for the Canadian CFA Institute
Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs
Groupe TMX Limitée
Nasdaq CXC

ANNEXE C

Résumé des commentaires et réponses des ACVM

Sujet	Résumé des commentaires	Réponses des ACVM
Montant du plafond des frais de négociation	<p>Les opinions exprimées sont partagées, certains intervenants appuyant le plafond proposé, d'autres proposant de le relever et, dans un cas, de l'abaisser.</p> <p>Deux intervenants craignent les répercussions sur le marché, puisqu'une diminution des frais de négociation active ferait baisser les rabais, ce qui pourrait avoir une incidence sur la liquidité, particulièrement celle des parts de fonds négociés en bourse et des titres les moins liquides. Un intervenant signale que les marchés canadiens et américains ont perdu des parts de marché lorsque les frais et les rabais ont été abaissés unilatéralement. Il estime que si la liquidité est réduite, les petits émetteurs canadiens qui envisagent d'effectuer un premier appel public à l'épargne pourraient choisir de s'inscrire à la cote de marchés étrangers, et les émetteurs qui sont déjà inscrits à la cote d'une bourse pourraient migrer vers ceux-ci. Un intervenant propose comme compromis un plafond de 0,0023 \$.</p> <p>Un intervenant est d'avis que le plafond proposé est trop élevé et permettrait l'octroi de rabais venant surrémunérer</p>	<p>Nous prenons acte du fait que les commentaires reçus au sujet du plafond sont partagés. Cependant, nous sommes toujours d'avis que l'instauration d'un plafond de 0,0017 \$ par action ou part pour les titres non intercotés est le meilleur moyen de répondre aux inquiétudes exprimées à l'égard du plafond actuel de 0,0030 \$, jugé trop élevé.</p> <p>Nous estimons que l'incidence du plafond des frais de négociation sera atténuée par le fait qu'il s'appliquera aux ordres actifs sur tous les marchés visibles. Nous signalons en outre qu'il est proportionnel au plafond actuel de 0,0030 \$, après comparaison des cours moyens des titres non intercotés et des titres intercotés.</p> <p>Nous vérifierons en continu si le plafond des frais demeure approprié.</p>

	<p>les fournisseurs de liquidité, comme c'est le cas pour le plafond actuel de 0,0030 \$. Pour que la comparaison soit juste, il faudrait prendre la moyenne du cours des actions américaines, soit 75 \$, au lieu de la moyenne des titres intercotés au Canada, soit 25,26 \$. Le plafond devrait plutôt s'approcher de 0,0006 \$ par action.</p>	
<p>Application aux marchés dont le barème des frais est inversé</p>	<p>Un intervenant propose d'appliquer le plafond aux marchés dont le barème des frais teneur-preneur est inversé, c'est-à-dire que les frais sont payés par les ordres passifs, tandis qu'un rabais est accordé aux ordres actifs. Un intervenant estime que le plafond ne devrait pas s'appliquer à ces marchés.</p>	<p>Le plafond vise les ordres auxquels un participant au marché pourrait être tenu de donner suite en raison du régime de protection des ordres. Personne n'est tenu d'afficher un ordre passif sur un marché inversé. Dans une structure « teneur-preneur » inversée, l'imposition de frais trop élevés pour afficher un ordre sur un marché se traduirait fort probablement par une baisse des ordres affichés, ce qui, au final, aurait une incidence sur le flux des ordres passifs acheminés à ce marché et sur les revenus de négociation correspondant. Par conséquent, il serait dans l'intérêt des marchés de garder les frais à un niveau raisonnable.</p> <p>Ceci dit, nous continuerons d'étudier la question des frais de négociation afin d'établir s'il est nécessaire de réglementer les barèmes de frais inversés et, le cas échéant, la manière de s'y prendre.</p>

Application aux ordres « iceberg » et aux marchés opaques	Un intervenant demande si le plafond s'appliquerait aux ordres « iceberg ».	Actuellement, le plafond s'applique aux ordres « iceberg » sur les marchés qui affichent les ordres. Il ne s'applique pas à ceux qui ne les affichent pas.
Questions de conformité	<p>Un intervenant indique que les marchés peuvent avoir de la difficulté à savoir si un titre est un titre non intercoté, particulièrement lorsque l'émetteur d'un titre inscrit à la cote d'une bourse américaine en demande la radiation. Les ACVM ou l'OCRCVM devraient fournir une liste des titres non intercotés.</p> <p>Il sera difficile de modifier les frais au milieu d'un cycle de facturation si cela s'avère nécessaire.</p>	<p>Nous avons modifié la règle pour exiger des bourses reconnues qu'elles publient une liste trimestrielle des titres intercotés inscrits à leur cote.</p> <p>Afin de répondre à cette préoccupation, nous avons modifié la règle pour y prévoir qu'une telle modification doit être apportée au plus tard 35 jours après la publication de la liste trimestrielle.</p>
Projet pilote de la SEC sur les frais de négociation	Trois intervenants proposent que les ACVM suivent de près tout projet pilote sur les frais de négociation que pourrait mener la Securities and Exchange Commission (SEC), et qu'elles envisagent d'y participer.	Nous suivons attentivement la situation aux États-Unis, dont les recommandations du Equity Market Structure Advisory Committee de la SEC relativement à la mise sur pied d'un projet pilote sur les frais d'accès (de négociation), et continuerons de le faire.
Interdiction des rabais	Un intervenant propose d'interdire les rabais sur les titres non intercotés, puisque cette mesure ne risquerait pas d'entraîner une réduction du flux d'ordres au profit des marchés américains.	Avant de penser à les interdire, nous suivons de près l'avancement du projet pilote sur les frais aux États-Unis.
Autres commentaires	Un intervenant a formulé un certain nombre de suggestions à l'égard de la tarification et de la disponibilité des données de marché.	Ces commentaires dépassent le cadre de la consultation. Nous signalons que les ACVM ont adopté récemment une méthode officielle d'examen

		des droits relatifs aux données de marché. Voir l'Avis 21-319 du personnel des ACVM daté du 8 décembre 2016.
--	--	--