

Document de discussion 23-403 des ACVM
Évolution de la structure du marché
et interdiction de procéder à des transactions hors cours

Table des matières

I.	INTRODUCTION.....	3
II.	LA STRUCTURE ACTUELLE DU MARCHÉ CANADIEN	5
	A. Structure actuelle pour les titres négociés en bourse.....	5
	B. Règles actuelles se rapportant aux transactions hors cours au Canada	6
	1. Norme canadienne 23-101, <i>Les règles de négociation</i>	6
	2. Règles universelles d'intégrité du marché – article 5	7
	C. Faits nouveaux et changements récents.....	9
	1. Mise sur pied de SNP au Canada qui négocient des titres cotés en bourse au Canada	9
	2. Modifications proposées aux RUIM.....	10
	a) Transactions hors marché	10
	b) La proposition visant les transactions hors cours	10
	3. Faits nouveaux aux États-Unis et considérations internationales	12
	a) Faits nouveaux aux États-Unis.....	12
	b) Considérations internationales	15
	4. Marchés des instruments dérivés	15
III.	RÔLE ET PORTÉE DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS	16
	A. Nature de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.....	16
	1. Réaliser un équilibre entre la confiance des investisseurs et la concurrence et l'innovation.....	16
	2. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours en tant qu'obligation envers le client.....	18
	3. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours en tant qu'obligation envers le marché.....	18
	B. À qui devrait être imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?	18
	1. L'interdiction devrait-elle être imposée au participant au marché?.....	18
	2. L'interdiction devrait-elle être imposée aux marchés?.....	20
	C. Respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours	21
	1. Respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours au moment de l'exécution ou simultanément	22
	a) Mode d'établissement de l'interdiction	22
	b) Incidence sur les exigences en matière d'accès	23
	c) Profondeur du registre ou meilleure offre d'achat/offre de vente.....	24
	d) Ordres de balayage.....	25
	2. Interdiction de procéder à des transactions hors cours pour les marchés dotés d'une transparence limitée avant la transaction ou d'autres caractéristiques d'exécution inhabituelles	25

a) Profondeur du registre ou meilleure offre d'achat/meilleure offre de vente?....	26
IV. DISPENSES DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS.....	27
A. Dispenses se rapportant à l'établissement du cours ou à des conditions particulières.	27
B. Dispenses à l'égard des opérations en bloc.....	28
C. Dispense à l'égard des tranches invisibles d'un ordre	30
D. Questions prises en compte par la SEC.....	31
1. Marchés rapides et marchés lents	31
2. Faculté de retrait générale.....	31
V. INCIDENCES DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS	32
A. Questions liées à l'exploitation	32
B. Échelons de cotation.....	32
C. Questions corrélatives se rapportant à la négociation des mêmes titres sur plusieurs marchés	32
1. Meilleure exécution	33
2. Marchés figés ou croisés.....	35
3. Méthode de répartition des transactions : différence entre la priorité du cours et la priorité du cours-priorité temporelle.....	36
4. Dernier cours vendeur.....	36
VI. ÉVALUATION DE L'INCIDENCE SUR LES MARCHÉS	37
A. Étude de la SEC sur les taux et l'incidence des transactions hors cours.....	37
B. Statut des données sur les transactions hors cours au Canada	38
VII. CONCLUSIONS	38
VIII. CONSULTATION	39
A. Questions précises	39
B. Commentaires.....	42
C. Tribune publique	43
D. Questions	43

I. INTRODUCTION

Le présent document de discussion traite des faits nouveaux sur les marchés et des incidences pour notre marché, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours (l'interdiction de procéder à des transactions hors cours).

L'examen de la structure du marché et de réglementation a commencé dans les années 90, lorsqu'un intérêt pour l'exploitation de nouveaux types de marchés (alors connus sous le nom de « systèmes électroniques exclusifs » et maintenant appelés systèmes de négociation parallèles) s'est manifesté au Canada. Le débat sur la réglementation a porté sur les avantages et les inconvénients de marchés multiples. Il a également porté sur la concurrence engendrée par les nouveaux marchés et les choix offerts aux investisseurs en ce qui concerne le lieu et le mode d'exécution des opérations. On a aussi déterminé que l'implantation de multiples marchés pouvait entraîner une fragmentation de la formation des cours et de la surveillance des marchés.

En décembre 2001, les ACVM ont instauré la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (la NC 21-101) ainsi que la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (collectivement, les textes sur les SNP). Les textes sur les SNP avaient pour objectifs ce qui suit : 1) favoriser la concurrence et, par conséquent, les choix offerts aux investisseurs; 2) définir et mettre en œuvre les exigences qui préservent et améliorent l'intégrité du marché lorsqu'il existe plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres; et 3) minimiser les incidences de toute fragmentation causée par la concurrence en établissant des règles de transparence ainsi que d'autres exigences. Les textes sur les SNP ont créé une structure réglementaire pour la réglementation des marchés¹, en obligeant notamment les SNP à conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation. Ils imposaient des exigences de transparence à l'égard des ordres et des opérations portant sur les titres cotés et les titres d'emprunt non cotés². Les dispositions sur la meilleure exécution, l'accès équitable et l'interdiction de manipulation et de fraude visaient à renforcer l'intégrité de tous les marchés.

Depuis 2001, de nouveaux types de marchés dotés de différents types de méthodologie d'exécution des opérations se sont implantés au Canada, ce qui a soulevé des questions en ce qui concerne l'application des règles actuelles de conduite des marchés et le traitement des participants qui ne sont pas de courtiers mais ont un accès direct aux marchés. On s'est également demandé si le même niveau de transparence convenait aux différents types de marchés, si la consolidation des données était nécessaire étant donné l'évolution de la technologie et, récemment, quel serait le rôle d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Le présent document porte sur cette interdiction.

Une « transaction hors cours » se produit lorsqu'une cotation ou « un ordre diffusé sur un marché » qui est doté d'un meilleur cours est contourné et qu'une transaction est exécutée moyennant un cours inférieur. Les transactions hors cours peuvent se produire dans un contexte intramarché (au sein d'un même marché) ou intermarchés (entre plusieurs marchés qui négocient

¹ Un « marché » est une bourse, un système de cotation et de déclaration d'opérations ou un système de négociation parallèle.

² Les exigences sont énoncées aux parties 7 et 8 de la NC 21-101.

le même titre). L'« interdiction de procéder à des transactions hors cours » renvoie à l'obligation de s'assurer que les ordres dotés d'un meilleur cours sur tout autre marché sont exécutés avant ou immédiatement après une transaction, ou en même temps que celle-ci. En d'autres termes, l'interdiction totale de procéder à des transactions hors cours exige qu'une entité s'assure que ses ordres ne contournent pas les ordres dotés d'un meilleur cours qui figurent déjà au registre³.

De récents changements au sein des marchés des capitaux ont incité les autorités de réglementation et les organismes d'autoréglementation (OAR) tant au Canada qu'à l'étranger à formuler des propositions sur cette question. Le 31 janvier 2005, la Bourse de Montréal a mis en œuvre une règle se rapportant aux opérations en bloc. Services de réglementation du marché inc. (SRM) a publié une proposition concernant la négociation de blocs de titres et l'interdiction de procéder à des transactions hors cours⁴. Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) vient d'adopter le règlement dit Regulation NMS qui apporte des modifications à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours (la règle dite « Order Protection Rule », soit la règle sur la protection des ordres), à l'accès (la règle dite « Access Rule », soit la règle sur l'accès), à la décimalisation et aux frais de données⁵.

Les ACVM demandent aux intéressés de formuler des commentaires sur les questions soulevées dans le présent document de discussion. Elles estiment qu'il est temps d'ouvrir un débat sur l'évolution générale souhaitable de la structure du marché, et notamment sur le rôle d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Nous estimons qu'il importe, dans le cadre du débat, de définir les objectifs que nous tentons d'atteindre et les problèmes que nous souhaitons éviter ou atténuer. Voici les facteurs à prendre en considération, selon les ACVM, pour déterminer la structure et les exigences appropriées pour le Canada : 1) réaliser un juste équilibre entre la réglementation et la concurrence entre tous les types de marchés; 2) reconnaître et soutenir le rôle des petits investisseurs dans le marché; 3) favoriser une interaction des ordres et une profondeur affichée accrues; et 4) stimuler l'innovation.

1. *Quels facteurs ou critères faut-il prendre en considération pour déterminer la structure et les exigences appropriées pour le marché canadien?*

Nous encourageons tous les types de participants au marché à participer au débat afin de garantir que toutes les questions sont abordées, de sorte que les résultats réalisent un juste équilibre entre la protection des investisseurs et le maintien de marchés des capitaux équitables et efficaces. La protection des investisseurs exige que nous examinions la position de tous les investisseurs, qu'ils soient de grande ou de petite envergure. La garantie de marchés équitables et efficaces exige que nous prenions en considération les incidences sur tous les participants de la mise en œuvre d'une politique.

Ce document traite de la structure actuelle du marché canadien (partie II), du rôle et de la portée d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours (partie III), des dispenses de

³ Nous observons que les coûts, y compris les frais d'accès, devraient être pris en compte pour déterminer sur quel marché les meilleurs cours sont affichés.

⁴ Ces changements sont discutés en détail à la rubrique C.2. ci-dessous.

⁵ Securities and Exchange Commission, Release No. 34-51808; File No. S7-10-04 *Regulation NMS*, publié le 16 juin 2005 (SEC Final Release).

l'interdiction de procéder à des transactions hors cours (partie IV), des incidences de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours (partie V), de l'incidence sur les marchés (partie VI) et des conclusions (partie VII).

II. LA STRUCTURE ACTUELLE DU MARCHÉ CANADIEN

A. *Structure actuelle pour les titres négociés en bourse*

Traditionnellement, au Canada, la négociation de titres de participation cotés en bourse ne pouvait se produire que sur des bourses. Depuis 1999, les titres ne sont négociés que sur un marché national⁶. Les systèmes technologiques des bourses ont créé une interdiction de procéder à des transactions hors cours au sein de leur propre marché (c.-à-d. une interdiction de procéder à des transactions hors cours intramarché). Nous abordons ces questions principalement dans le contexte de titres de participation cotés en bourse, bien que les mêmes questions puissent s'appliquer à tous les titres qui se négocient sur plusieurs marchés, par exemple les titres de créance de sociétés négociés sur de multiples systèmes de négociation parallèle (SNP).

Comme nous avons pu l'observer, les textes sur les SNP ont grandement facilité la concurrence et l'innovation sur le marché canadien en accueillant de nouveaux marchés qui possèdent divers modèles de négociation. De nouvelles technologies de négociation sont en voie d'élaboration qui permettront tant aux courtiers qu'à d'autres personnes de négocier directement sur un marché. Les marchés peuvent présentement se livrer concurrence en tentant d'améliorer les possibilités de négociation existantes en établissant des différences quant au cours, aux coûts d'exécution, à la liquidité et à la rapidité d'exécution, entre autres. Cette concurrence est à l'avantage de tous les investisseurs, puisque ceux-ci bénéficient de davantage de choix, de meilleurs services, voire d'une réduction des coûts d'exécution.

Les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) administrées par SRM pour le compte des bourses et pour les SNP ont été adoptées afin de réglementer la négociation sur les marchés. Elles ont été libellées initialement en fonction de la structure existante des bourses. Toutefois, étant donné la mise sur pied de nouveaux SNP et l'élaboration de méthodologies innovatrices de négociation, SRM a récemment entrepris un examen stratégique des RUIM afin de s'assurer que les dispositions sont neutres envers les marchés et ne favorisent pas une structure par rapport à une autre.

2. *Quelles questions liées à la structure des marchés devraient être prises en compte dans le cadre du débat sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?*
3. *La discussion au sujet de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle tenir compte de la négociation de titres négociés hors bourse sur des marchés autres que des bourses (par exemple, des titres à revenu fixe qui se négocient*

⁶ Ceci ne comprend pas les titres qui sont intercotés sur les bourses étrangères. En 1999, les bourses canadiennes ont conclu une entente aux termes de laquelle la Bourse de Toronto négocierait les titres de participation de sociétés à forte capitalisation, la Canadian Venture Exchange (maintenant la Bourse de croissance TSX) négocierait les titres de participation de sociétés à faible capitalisation tandis que la Bourse de Montréal négocierait les instruments dérivés.

sur plus d'un SNP)? Dans l'affirmative, veuillez indiquer les questions liées à la structure des marchés qui doivent être examinées.

B. Règles actuelles se rapportant aux transactions hors cours au Canada

Les règles existantes se rapportant aux transactions hors cours sont liées aux obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur prix et sont récapitulées ci-dessous. Ces règles ont été élaborées dans le cadre de la codification de l'obligation fiduciaire d'un courtier envers son client. Elles n'ont pas été élaborées en vue de favoriser la création d'une obligation distincte imposée à tous les participants envers le marché et à l'égard des ordres qui figurent déjà au registre. Jusqu'à dernièrement, aucune question n'avait été soulevée par ces règles

- puisqu'il n'existait pas de multiples marchés qui négociaient les mêmes titres au Canada;
- puisque les systèmes des marchés existants faisaient respecter l'obligation d'exécution au meilleur prix;
- puisque seuls les courtiers avaient un accès direct aux marchés existants.

1. Norme canadienne 23-101, Les règles de négociation

Selon la Partie 4 de la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (la NC 23-101), un courtier qui agit comme mandataire d'un client doit faire des efforts raisonnables pour que le client reçoive le meilleur prix d'exécution⁷. Nonobstant cette exigence, le courtier ne doit pas exécuter sur un marché une opération qui pourrait être effectuée à un meilleur prix sur un autre marché ou avec un autre courtier⁸. Les obligations énoncées dans la NC 23-101 ne s'appliquent qu'aux courtiers qui agissent « comme mandataire d'un client » et ne visent pas les personnes autres que des courtiers ou des courtiers agissant en qualité de contrepartistes.

Ces exigences n'imposent pas expressément une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Toutefois, l'obligation d'exécution au meilleur prix impose de manière implicite des restrictions quant à la manière dont le courtier peut exécuter l'ordre, c.-à-d. au meilleur cours disponible et sans contourner les ordres dotés d'un meilleur cours⁹.

⁷ Paragraphe 4.2(1) de la NC 23-101.

⁸ Paragraphe 4.2(2) de la NC 23-101.

⁹ Se reporter à la rubrique V.C.1 ci-dessous pour une discussion de la meilleure exécution et de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Nous reconnaissons que les points de vue actuels divergent quant à la définition de la meilleure exécution et la mesure dans laquelle elle devrait être axée sur le meilleur cours. Même si le cours en constitue la portée principale, plusieurs facteurs sont pris en ligne de compte afin d'établir la meilleure exécution, y compris le volume, le sens de l'évolution des cours, la taille de l'écart et la liquidité globale. Les investisseurs institutionnels peuvent rechercher la rapidité d'exécution ou la certitude et peuvent préciser une bourse ou un mécanisme particuliers (p. ex., clôture du marché), ou vouloir négocier d'une manière particulière (p. ex. de façon anonyme). Le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages* a été publié le 4 février 2005 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-02-04, Vol. 2 n° 5). Se reporter à la page 9 du Document de réflexion 23-402 pour de plus amples renseignements sur la meilleure exécution.

2. Règles universelles d'intégrité du marché – article 5

Les RUIIM lient également l'interdiction de procéder à des transactions hors cours aux obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours.

Le paragraphe 5.1 des RUIIM, *Exécution d'ordres clients au meilleur cours*, exige d'un participant¹⁰ qu'il « s'efforce d'exécuter chaque ordre client aux conditions les plus avantageuses pour le client le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché ». Le paragraphe 5.2 des RUIIM, *Meilleur cours*, se lit comme suit :

- (1) Avant d'exécuter un ordre client, un participant déploie des efforts raisonnables pour s'assurer que :
 - a) l'ordre est exécuté au meilleur cours acheteur s'il s'agit d'une offre faite par le client;
 - b) l'ordre est exécuté au meilleur cours vendeur s'il s'agit d'un achat par le client.

L'alinéa 5.2(2) prévoit des exceptions à l'obligation d'exécution au « meilleur cours » :

- à l'égard d'un ordre qui, selon une autorité de contrôle du marché conformément au sous-alinéa 6.4b)¹¹, doit ou peut être exécuté autrement que sur un marché en vue d'en préserver le bon fonctionnement et le caractère équitable;
- à l'égard d'un ordre assorti de conditions particulières¹², à moins :
 - (i) soit que le titre ne soit pas un titre coté en bourse ou un titre inscrit et que les règles du marché de la bourse ou du SCDO régissant les transactions effectuées par suite d'un ordre assorti de conditions particulières ne précisent autrement,
 - (ii) soit que l'ordre ne puisse être exécuté intégralement selon ses conditions sur un marché ou auprès d'un teneur de marché indiqué dans un affichage consolidé du marché;

¹⁰ Un « participant », selon la définition qui figure au paragraphe 1.1 des RUIIM, s'entend « a) soit d'un courtier inscrit conformément aux lois sur les valeurs mobilières d'un territoire qui est, selon le cas (i) membre d'une bourse, (ii) utilisateur d'un SCDO, (iii) adhérent d'un SNP; b) soit d'une personne qui a accès à la négociation sur un marché et qui exerce des fonctions d'un teneur de marché des instruments dérivés ».

¹¹ Le paragraphe 6.4 des RUIIM exige qu'un participant réalise ses transactions sur un marché sauf dans certains cas. Selon le sous-alinéa b) une transaction peut être exécutée autrement que sur un marché en vue de préserver le bon fonctionnement ou le caractère équitable d'un marché si l'autorité de contrôle du marché l'exige ou le permet.

¹² « *ordre assorti de conditions particulières* Ordre d'achat ou de vente d'un titre, selon le cas :

- a) visant moins qu'une unité de négociation standard;
- b) dont l'exécution est assujettie à une condition autre que quant au prix ou à la date de règlement;
- c) qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre :
 - (i) que le troisième jour ouvrable suivant la date de la transaction,
 - (ii) qu'une date de règlement prévue dans une règle ou une directive particulière dont il est question à l'alinéa (2) du paragraphe 6.1 des présentes publiée par une bourse ou un SCDO. »

- à l'égard d'un ordre qui, selon les directives ou l'approbation du client, doit être saisi sous forme d'ordre au cours du marché, d'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, d'ordre au dernier cours, d'ordre de base ou d'ordre au premier cours¹³.

L'article 2 de la Politique 5.2 prise aux termes des RUIM, *Exécution au meilleur cours*, fait mention de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours dans le cadre de l'« exécution au meilleur cours » et énonce que : « les participants ne peuvent pas sciemment passer outre à une offre d'achat ou de vente à meilleur cours sur un marché en effectuant une transaction (soit unilatéralement soit par compensation) à un cours inférieur sur une bourse ou un autre marché organisé. Cette interdiction s'applique même si le client donne son accord. Les participants peuvent effectuer la transaction [...] si les meilleures offres d'achat ou de vente [...] sur les marchés sont remplies avant la transaction effectuée sur l'autre bourse ou l'autre marché organisé ou en même temps. L'heure de la saisie de l'ordre est l'heure de référence pour déterminer s'il y a un meilleur cours sur un marché. » La Politique s'applique aux « ordres actifs » c'est-à-dire au « ordres susceptibles d'entraîner une transaction hors cours s'ils remplissent une offre d'achat ou de vente existante sur une autre bourse ou un autre marché organisé à un cours inférieur au cours acheteur ou vendeur sur un marché à l'époque. »

Tel qu'il a été mentionné ci-dessus, les dispositions des RUIM qui imposent des obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours ne s'appliquent qu'aux activités qu'entreprennent un courtier en qualité de mandataire et non aux courtiers qui agissent en qualité de contrepartistes ni aux personnes autres que les courtiers. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours se trouve dans la Politique prise aux termes des RUIM et est liée aux obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours. Toutefois, l'article 2 de la Politique 5.2, *Transactions hors cours sur d'autres marchés*, va plus loin, puisqu'il prévoit que « la présente politique s'applique aux transactions effectuées pour des comptes canadiens et pour le compte propre (stocks) de participants. »

¹³ Ces ordres sont définis au paragraphe 1.1 des RUIM de la manière suivante :

« *ordre au cours du marché* Ordre d'achat ou de vente d'au moins un titre donné qui est saisi sur un marché un jour de bourse pour être négocié à un ou plusieurs moments établis par le marché ce jour-là au cours fixé par le système de négociation du marché. »

« *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume* Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin d'exécuter les transactions au cours moyen du titre négocié sur ce marché ce jour-là ou sur toute combinaison de marchés connus au moment de la saisie de l'ordre. »

« *ordre au dernier cours* Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin qu'il soit exécuté au cours de clôture du titre sur ce marché ce jour-là. »

« *ordre de base* Ordre en vue de l'achat ou de la vente de titres cotés en bourse ou de titres inscrits :

- a) lorsque le participant ou la personne ayant droit d'accès, avant la saisie de l'ordre, a déclaré à une autorité de contrôle du marché son intention de le saisir;
- b) qui sera exécuté moyennant un cours qui est établi d'une manière qu'une autorité de contrôle du marché juge acceptable en fonction du cours obtenu par l'exécution, lors de ce même jour de bourse, d'une ou de plusieurs transactions visant un instrument dérivé qui est inscrit à la cote d'une bourse ou inscrit à un SCDO;
- c) qui constitue au moins 80 % de la pondération en actions de l'intérêt sous-jacent des instruments dérivés visés par la ou les transactions dont il est question à l'alinéa b). »

« *ordre au premier cours* Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin de calculer le cours d'ouverture du titre sur ce marché ce jour-là et d'exécuter l'ordre à ce cours. »

C. Faits nouveaux et changements récents

Un examen de la question des transactions hors cours et des exigences actuelles a été rendu nécessaire en raison de plusieurs faits nouveaux qui se sont récemment produits ainsi qu'en conséquence de modifications proposées. Ces faits nouveaux et changements sont abordés ci-dessous.

1. Mise sur pied de SNP au Canada qui négocient des titres cotés en bourse au Canada

Jusqu'à 2005, les SNP qui étaient exploités au Canada aux termes des textes sur les SNP étaient établis à l'étranger et n'exécutaient pas d'opérations sur titres cotés au Canada. Les opérations visant les titres négociés en bourse au Canada ne se produisaient qu'à la Bourse de Toronto (TSX), à la Bourse de croissance TSX et, dernièrement, sur le Canadian Trading and Quotation System (CNQ). Ces bourses ne permettent l'accès que par l'entremise de courtiers (même lorsque des clients institutionnels ont recours à des « mécanismes d'accès direct »)¹⁴. Leurs systèmes accordent la priorité aux cours, ce qui, de concert avec les obligations de meilleure exécution, fait en sorte que, dans les faits, la négociation a toujours lieu moyennant le meilleur cours.

Un SNP qui négocie des titres cotés au Canada a été inscrit en vue d'exercer ses activités dans un certain nombre de territoires au Canada. Tant les investisseurs institutionnels que les courtiers ont un accès direct au système de négociation. Le fonctionnement de ce SNP a recentré l'attention sur les règles actuelles se rapportant à la protection contre les transactions hors cours : les courtiers sont assujettis à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours mais pas les participants au marché¹⁵ (institutions ou autres investisseurs) qui ne sont pas des courtiers. En conséquence, certains des adhérents à ce SNP ne sont pas assujettis à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours en vertu de ces règles.

L'existence de multiples marchés dont le système n'applique pas l'obligation d'exécution au meilleur cours (qui est la définition actuelle de la meilleure exécution) donne ouverture à la possibilité d'une tension entre les obligations d'exécution au meilleur cours et les stratégies d'exécution préférées. Compte tenu du fait que les différents participants, soit les courtiers agissant en qualité de mandataires, les courtiers agissant en qualité de contrepartistes et les personnes autres que des courtiers, ont des objectifs différents en matière de négociation et des obligations fiduciaires divergentes, la méthode utilisée en vue de respecter l'obligation d'obtenir le meilleur cours et d'atteindre les objectifs en matière de négociation peut varier. Parfois, négocier selon ce qui serait le meilleur cours peut s'opposer directement aux souhaits du client pour ce qui est de l'exécution qu'il désire privilégier, particulièrement lorsqu'on tient compte de tous les facteurs qui entrent en ligne de compte dans la décision de négocier.

¹⁴ Les « mécanismes d'accès direct » et l'« accès direct au marché par le truchement d'intermédiaires » renvoient la Règle 2-501 de la TSX et à tout accès semblable. Dans ce document, lorsque nous mentionnons l'« accès direct », nous n'incluons pas l'accès du type prévu par la Règle 2-501.

¹⁵ Dans le présent document, le terme « participants au marché » désigne toute personne qui a un accès direct aux marchés, qu'il s'agisse de courtiers, de clients institutionnels ou de clients de détail. L'expression ne comprend pas les clients aux termes de la Règle 2-501 de la TSX, puisqu'ils ont accès aux marchés par l'entremise de courtiers qui sont responsables des négociations.

2. Modifications proposées aux RUIM

a) *Transactions hors marché*

En août 2004, SRM a proposé des modifications afin de contrer le contournement intentionnel d'ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché dans le cadre de l'exécution d'une transaction visant un bloc important de titres¹⁶. Une proposition révisée a été déposée de nouveau et publiée le 29 avril 2005¹⁷ sans la partie qui s'appliquait aux transactions hors cours (la proposition visant les transactions hors cours est abordée ci-dessous). Les modifications avaient été proposées en partie en réponse à la situation qui se produit lorsqu'un bloc important de titres était négocié « hors marché », et ce, en conséquence de préoccupations entourant la faculté d'évaluer convenablement les risques de la négociation du bloc à la lumière de l'existence d'ordres « iceberg »¹⁸ (dont une partie est constituée d'ordres non déclarés)¹⁹.

Les modifications proposées portaient, entre autres, sur ce qui suit :

- l'obligation d'exécution au « meilleur cours » vaut au moment de l'exécution et non de la saisie de l'ordre;
- ce qui constitue les « efforts raisonnables » auxquels on s'attend de la part d'un participant aux termes de cette obligation;
- un mécanisme pour plafonner l'obligation d'exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours au volume déclaré dans certains cas²⁰.

Les modifications font présentement l'objet d'un examen par la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers (les autorités de reconnaissance).

b) *La proposition visant les transactions hors cours*

SRM a déposé auprès des autorités de reconnaissance un avis de consultation concernant des modifications aux RUIM se rapportant aux transactions hors cours²¹. Les modifications ont pour objet d'offrir une solution intermédiaire au problème des transactions hors cours dans le contexte de l'existence de plusieurs marchés. La règle actuelle aux termes des RUIM impose une obligation

¹⁶ Publiées dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2004-08-20, Vol. 1 n° 29).

¹⁷ Publiée de nouveau dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-09-25, Vol. 2 n° 17).

¹⁸ Pour une discussion des « ordres iceberg », se reporter à la rubrique IV.C ci-dessous.

¹⁹ Habituellement, lorsqu'on négocie un bloc de titres à la TSX, le courtier doit « exécuter les ordres figurant au registre », y compris la tranche non déclarée des ordres iceberg, ce qui rend la quantification de l'obligation très difficile à établir.

²⁰ Si le cours dans le cadre de la transaction organisée au préalable ou de l'application intentionnelle n'est pas inférieur au moins de 95 % du meilleur cours acheteur et de 10 échelons de cotation inférieurs au meilleur cours acheteur et n'est pas supérieur au plus élevé de 105 % du meilleur cours vendeur et de 10 échelons de cotation supérieurs au meilleur cours vendeur, l'ordre peut être désigné comme « transaction désignée » et il n'est nécessaire de l'exécuter que jusqu'à concurrence du volume déclaré sur le marché avant l'exécution.

²¹ Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-06-03, Vol. 2 n° 22).

d'exécution au meilleur cours uniquement aux participants²². En vertu des modifications, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours serait séparée de l'obligation d'exécution au meilleur cours, et une interdiction distincte de procéder à des transactions hors cours s'appliquerait tant aux courtiers qu'aux personnes qui ne sont pas des courtiers. Les modifications exigeraient d'un participant, lorsqu'il négocie un ordre propre, un ordre non-client ou un ordre client, ou d'une personne ayant droit d'accès²³, lorsqu'elle négocie directement sur un marché ou sur un marché réglementé, de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés au moment de l'exécution d'une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché. Afin d'établir si un participant ou une personne ayant droit d'accès a déployé des « efforts raisonnables » en vue d'exécuter des ordres dotés d'un meilleur cours, il serait tenu compte des facteurs suivants :

- la question de savoir si le participant ou la personne ayant droit d'accès a accès au marché sur lequel sont affichés l'ordre ou les ordres dotés du meilleur cours, ainsi que les frais supplémentaires qui seraient engagés afin d'accéder à cet ordre ou à ces ordres;
- la question de savoir si le participant ou la personne ayant droit d'accès a respecté l'obligation, prévue à l'article 2 de la Politique 2.1²⁴, de déplacer le marché.

Les autorités de reconnaissance de SRM ont publié le 3 juin 2005 un avis indiquant qu'elles examineraient la proposition dans le contexte du présent document²⁵.

Il est à observer que la proposition de SRM n'éliminerait pas les transactions hors cours. Aux termes des modifications proposées, une personne ayant droit d'accès est soumise au critère des « efforts raisonnables » lorsqu'elle est uniquement tenue d'exécuter des ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés auxquels elle a accès. En conséquence, une personne ayant droit d'accès qui souhaite faire des opérations sur plusieurs marchés mais choisit d'avoir un accès direct à un seul SNP ne peut négocier moyennant n'importe quel cours sur ce SNP si elle a accès à d'autres marchés (la TSX ou à d'autres SNP) qu'en donnant des ordres à un courtier. Ceci crée une lacune selon laquelle une personne ayant droit d'accès peut décider si l'interdiction de procéder à des transactions hors cours s'applique à ses ordres.

En outre, aucune analyse n'a été fournie concernant l'incidence des coûts de la proposition sur les personnes ayant droit d'accès ou concernant les coûts qui incombent à SRM de manière générale afin de surveiller et de faire respecter ces obligations imposées à des personnes autres que des courtiers. Le fait d'imposer des obligations aux participants au marché, y compris à des personnes autres que des courtiers, a des incidences pratiques sur les participants au marché et sur la structure du marché, lesquelles n'ont fait l'objet d'aucune discussion.

La proposition de SRM élargirait l'application des règles aux participants au marché qui n'y sont pas actuellement assujettis. Elle prend pour hypothèse que tous les participants directs au marché

²² Se reporter à la rubrique B.2. ci-dessus.

²³ Le paragraphe 1.1 des RUIIM définit une personne ayant droit d'accès comme « une personne autre qu'un participant qui est :

- a) soit un adhérent;
- b) soit un utilisateur. »

²⁴ La Politique 2.1 se rapporte aux principes d'équité dans le commerce.

²⁵ Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-06-03, Vol. 2 n° 22).

devraient être assujettis à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, sans se poser au préalable les questions suivantes :

- qui devrait être assujetti à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?
- dans quelle mesure?

4. *Veillez fournir des commentaires concernant la proposition de SRM au sujet de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Avec quels éléments êtes-vous en accord ou en désaccord et pourquoi?*

3. Faits nouveaux aux États-Unis et considérations internationales

a) Faits nouveaux aux États-Unis

Le 6 avril 2005, la SEC a approuvé le règlement dit Regulation NMS qui modifiera de façon considérable les règles actuelles sur les transactions hors cours aux États-Unis. Traditionnellement, les règles portant sur les transactions hors cours étaient établies aux États-Unis individuellement en fonction du marché concerné. Les bourses américaines, y compris la Bourse de New York (NYSE), ont adopté une règle à l'égard des titres cotés en bourse mais le marché NASDAQ n'a pas emboîté le pas. Les bourses américaines avaient recours à un système de spécialistes selon lequel les cotations n'étaient pas immédiatement accessibles, ce qui entraînait parfois des retards dans l'exécution et la déclaration des transactions. Les SNP négociant des titres du marché NASDAQ se sont plaints que les retards au niveau de la cotation et des données relatives aux transactions leur nuisaient considérablement s'ils étaient tenus de transmettre des ordres aux bourses américaines en vue de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

En réponse à ce problème et à d'autres problèmes, la SEC a publié en février 2004 aux fins de consultation un règlement qui a suscité énormément de commentaires, ainsi qu'une deuxième version en décembre 2004. Le règlement dit Regulation NMS, y compris la règle sur la protection des ordres, a été adopté le 6 avril 2005. La règle sur la protection des ordres exige des places financières²⁶ qu'elles « [TRADUCTION] établissent, maintiennent et fassent respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour prévenir des transactions hors cours à l'égard de cotations protégées²⁷ visant des titres du système de marché national qui ne sont pas visés par une exception [...] et, si elles se prévalent d'une des exceptions prévues par la règle, qui sont raisonnablement conçues pour garantir la conformité aux modalités de l'exception²⁸. » Afin d'être protégée, une cotation doit être immédiatement et automatiquement accessible. La protection contre

²⁶ Une « place financière » (au sens de *trading center*) est, en vertu du règlement dit Regulation NMS, « [TRADUCTION] une bourse nationale de valeurs mobilières ou une association nationale de valeurs mobilières qui exploite un mécanisme de négociation d'un OAR, un système de négociation parallèle, un teneur de marché boursier, un teneur de marché hors bourse ou tout autre courtier qui exécute des ordres à l'interne en négociant pour compte propre ou en faisant l'application d'ordres en qualité de mandataire ».

²⁷ Une « cotation protégée » (au sens de *protected quotation*) est « [TRADUCTION] une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée », ce qui se définit comme une « [TRADUCTION] cotation affichée par une place financière automatisée, diffusée conformément à un plan du système de marché national efficace et qui constitue la meilleure offre d'achat ou la meilleure offre de vente d'une bourse nationale de valeurs mobilières [...] du marché boursier Nasdaq [...] ou d'une autre association nationale de valeurs mobilières ». Voir note 5, SEC Final Release, Rule 242.600(b)(57).

²⁸ Voir note 5, SEC Final Release, Rule 242.611(a).

les transactions hors cours s'applique à la meilleure offre d'achat et à la meilleure offre de vente provenant de chaque type de participant.

Compte tenu de la structure fragmentée du marché boursier aux États-Unis, l'imposition de l'interdiction aux marchés plutôt qu'aux participants au marché a réduit le nombre de liens nécessaires et constitue une solution qui impose la mesure de l'interdiction aux marchés plutôt qu'aux participants. En outre, l'interdiction s'applique de façon égale à tous les ordres, qu'il s'agisse d'ordres provenant d'un courtier, de clients institutionnels ou de clients de détail, le cas échéant. Le document de consultation de la SEC indique également clairement que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et l'obligation de meilleure exécution sont distinctes et que l'adoption de la règle sur la protection des ordres « [TRADUCTION] ne diminue aucunement l'obligation de meilleure exécution des courtiers²⁹ ».

La règle sur la protection des ordres comprend un certain nombre d'exception aux obligations de « protection des ordres »³⁰, dont les suivantes :

- a) une exception aux fins « d'autoassistance » lorsque l'opération qui constituait une transaction hors cours a été réalisée au moment où la place financière affichant la cotation protégée qui a été contournée subissait « [TRADUCTION] une panne, un retard important ou un mauvais fonctionnement important de ses systèmes ou de son matériel ».
- b) une exception lorsque l'opération qui constituait une transaction hors cours revêtait l'une des caractéristiques suivantes :
 - (i) il s'agissait d'une opération d'ouverture, de réouverture ou de clôture dotée d'un cours unique;
 - (ii) elle était exécutée au moment où une offre d'achat protégée était dotée d'un cours plus élevé qu'une offre de vente protégée (c.-à-d. des marchés croisés);
 - (iii) il s'agissait de l'exécution d'un ordre qui, lorsqu'il est acheminé à la place financière, est désigné comme ordre de balayage intermarchés (*intermarket sweep order*)³¹;
 - (iv) il s'agissait d'une opération réalisée par une place financière qui a acheminé simultanément un ordre de balayage intermarchés en vue d'une exécution jusqu'à

²⁹ Voir note 5, SEC Final Release, à la page 159.

³⁰ Voir note 5, SEC Final Release, Rule 242.611(b).

³¹ Un « ordre de balayage intermarchés » (au sens de *intermarket sweep order*) est défini de la manière suivante : « [TRADUCTION] lorsqu'il est acheminé à une place financière, l'ordre à cours limité est désigné comme ordre de balayage intermarchés et, simultanément à l'acheminement de l'ordre à cours limité désigné comme ordre de balayage intermarchés, un ou plusieurs autres ordres à cours limité sont acheminés en vue d'une exécution contre la taille intégrale affichée de toute [cotation] protégée visant un titre du système du marché national doté d'un cours qui est supérieur au cours limité de l'ordre à cours limité désigné comme ordre de balayage intermarchés. Ces ordres supplémentaires acheminés doivent également être désignés comme ordres de balayage intermarchés ». Cette dispense s'applique lorsque le courtier achemine l'ordre sous forme d'ordre de balayage intermarchés. Voir note 5, SEC Final Release Rule 242.600(b)(30).

concurrence de la taille intégrale affichée d'une cotation protégée qui a été contournée³²;

- (v) il s'agissait de l'exécution d'un ordre moyennant un cours qui n'était pas fondé, directement ou indirectement, sur le cours coté du titre du système de marché national au moment de l'exécution et dont les modalités importantes ne pouvaient raisonnablement être établies au moment où l'engagement à exécuter l'ordre a été donné (c.-à-d. des ordres de référence, par exemple des ordres au cours moyen pondéré par le volume (CMPV));
 - (vi) il s'agissait de l'exécution, par une place financière, d'un ordre à l'égard duquel, au moment de sa réception, la place financière a garanti une exécution moyennant un cours non inférieur à un cours déterminé (ordre stop) lorsque l'ordre stop était pour le compte d'un client, que le client a convenu du cours en fonction de chaque ordre individuel et que le cours de l'opération hors cours était inférieur à la meilleure offre d'achat sur le plan national (dans le cas d'un ordre d'achat) ou supérieur à la meilleure offre de vente à l'échelle nationale (dans le cas d'une offre de vente) au moment de l'exécution (c.-à-d., un ordre stop dans le cours).
- c) une exception lorsque la place financière affichant la cotation protégée qui a été contournée avait affiché, dans la seconde qui précédait l'exécution de l'opération qui constituait une transaction hors cours, une meilleure offre d'achat ou une meilleure offre de vente dotée d'un cours qui était égal ou inférieur au cours de l'opération hors cours (c.-à-d., cotation oscillante).

Le Canada ne possède pas autant de marchés que les États-Unis. En conséquence, si les autorités de réglementation décident que des règles régissant les transactions hors cours sont nécessaires, la mise en œuvre d'une protection contre les transactions hors cours intermarchés pourrait être moins compliquée.

Nous observons que la version finale du règlement de la SEC comportait également un avis dissident rédigé par deux des commissaires. Les commissaires dissidents remettaient en question la pertinence et la nécessité des changements de politique et doutaient qu'il ait été établi que les taux de transactions hors cours existants soient révélateur d'un problème considérable au niveau de la protection des investisseurs³³. Ils craignaient que la règle sur les transactions hors cours ne restreigne la concurrence et ne freine l'innovation, et que la mise en œuvre ne soit coûteuse. Ils ont fait valoir qu'une « [TRADUCTION] méthode plus sage et plus pratique en vue d'améliorer l'efficacité des marchés américains pour tous les investisseurs aurait été d'améliorer l'accès aux cotations, de bonifier la connectivité entre les marchés, de préciser l'obligation de meilleure exécution et de réduire les obstacles à la concurrence³⁴ ».

³² Cette dispense permet à la place financière d'acheminer des ordres de balayage intermarchés et, ainsi, de permettre des exécutions internes immédiates sur la place financière. Elle favorise l'exécution immédiate d'ordres visant des blocs de titres par des courtiers pour le compte de leurs clients institutionnels. (Voir note 5, SEC Final Release à la page 153).

³³ Securities and Exchange Commission, *Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to the Adoption of Regulation NMS*, daté du 9 juin 2005, à la page 10 (dissidence de la SEC).

³⁴ Voir note 31, dissidence de la SEC à la page 2.

5. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, quelles différences entre les marchés canadiens et américains devraient être prises en compte?*

b) *Considérations internationales*

les ACVM étudient également les questions relatives à l'exécution de transactions hors cours sur d'autres marchés que les États-Unis, comme l'Europe et l'Australie. Pendant la période de consultation, nous recueillerons de l'information sur la façon dont ces marchés traitent les transactions hors cours. Nous souhaitons recevoir vos commentaires sur le traitement de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours sur les marchés et par la réglementation des pays d'autres continents, et sur l'applicabilité de ces solutions aux marchés du Canada.

4. Marchés des instruments dérivés

Une tendance croissante au sein des marchés des instruments dérivés consiste en la mise sur pied de mécanismes de négociation de blocs de titres qui permettent à des transactions de blocs de titres qui respectent un seuil déterminé quant à la taille de contourner des ordres dotés d'un meilleur cours figurant au registre des ordres. Certains des marchés des instruments dérivés qui permettent à des transactions de blocs importants de titres de se négocier à l'extérieur de l'écart sont la Bourse de Montréal, Euronext, Globex, Eurex, le Sydney Futures Exchange, Eurex US, le Chicago Board of Options et l'International Securities Exchange. La mise sur pied récente de ces mécanismes a suscité un débat sur les transactions hors cours semblable à celui qui concerne les titres de participation. Aux États-Unis, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a reçu de nombreux commentaires de la part des divers participants au marché à l'égard de la décision de permettre des mécanismes de négociation de blocs de titres pour les marchés des instruments dérivés.

Au Canada, les règles récemment adoptées par la Bourse de Montréal visant à mettre en œuvre un mécanisme d'opérations en bloc visant certains produits n'ont pas suscité le même niveau d'attention que les dispositions sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours sur les marchés des titres de participation. Avec prise d'effet le 31 janvier 2005, la Bourse de Montréal a adopté de nouvelles règles et procédures afin de permettre des opérations en bloc visant certains produits dérivés³⁵. Les modifications dispensent les opérations en bloc importantes de l'obligation de respecter le meilleur cours et permettent aux opérations en bloc dont la taille respecte un seuil de quantité minimale de contourner des ordres dotés d'un meilleur cours visant des instruments dérivés à revenu fixe.

À ce jour, l'incidence du mécanisme d'opérations en bloc sur le marché des dérivés est essentiellement inconnue en raison de la rareté des opérations d'une telle envergure et de l'absence de données historiques à leur égard. Toutefois, l'approbation des règles de la Bourse par l'Autorité des marchés financiers était soumise à des conditions³⁶, notamment que la Bourse réalise une étude sur l'impact des opérations en bloc sur ses marchés pour les six premiers mois

³⁵ Bourse de Montréal, circulaire n° 014-2005 datée du 27 janvier 2005.

³⁶ Décision n° 2004-SMV-0191, publiée dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 2005-01-28, Vol. 2 n° 4.

de mise en vigueur et qu'elle dépose des rapports statistiques mensuels auprès de l'Autorité des marchés financiers à l'égard des opérations en bloc effectuées sur ses marchés. En outre, la CFTC mène présentement une étude des données du marché afin d'établir l'incidence des opérations en bloc sur les marchés qu'elle réglemente, tant avant qu'après l'exécution.

6. *Faut-ils traiter les transactions hors cours de manière différente sur les marchés des instruments dérivés et sur les marchés des titres de participation? Motivez votre réponse.*

III. RÔLE ET PORTÉE DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS

A. Nature de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours

1. Réaliser un équilibre entre la confiance des investisseurs et la concurrence et l'innovation

Nombre de participants au marché estiment qu'une certaine forme d'interdiction de procéder à des transactions hors cours est importante afin de préserver la confiance des investisseurs à l'égard du marché, surtout dans un marché comme le nôtre, où les petits investisseurs sont nombreux et où il existe des attentes en la matière. Selon eux, en l'absence d'interdiction, il n'existe aucun incitatif à contribuer au processus d'établissement des cours, parce que les investisseurs qui font connaître leurs intentions n'ont aucune assurance que leurs ordres dotés d'un meilleur cours seront exécutés, tandis que d'autres seront en mesure d'utiliser ces renseignements afin d'établir les cours selon lesquels ils peuvent effectuer des opérations. Ils font également valoir que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours crée un incitatif pour que les investisseurs inscrivent leurs ordres à cours limité dans le registre du marché puisqu'ils ont confiance que, si leur ordre est doté du meilleur cours, il sera protégé et exécuté avant les ordres à des cours inférieurs. Ceci suscite la confiance et favorise la liquidité sur le marché en question. Ce point de vue est compatible avec la règle sur la protection des ordres nouvellement adoptée aux États-Unis et, même si nous devons prendre en considération les différences entre nos marchés pour établir les règles indiquées, nous ne pouvons faire fi de l'incidence de règles différentes dans ce domaine³⁷.

Toutefois, d'autres disent qu'une interdiction intégrale de procéder à des transactions hors cours ne convient pas. Ils font valoir que certains investisseurs, particulièrement les investisseurs institutionnels, sont suffisamment avertis pour décider par eux-mêmes s'ils désirent donner suite à des ordres au meilleur cours disponible. Plusieurs facteurs peuvent entrer en ligne de compte dans la décision d'exécuter une transaction, y compris le prix, la rapidité d'exécution, la certitude d'obtenir l'exécution, le manque à gagner, les commissions et les autres frais d'opération, et le facteur le plus important pour ces investisseurs dans le cadre de l'exécution de la transaction peut ne pas être le prix.

En outre, certains estiment que, si de nouveaux marchés sont conçus afin de permettre aux institutions de négocier entre elles directement, les institutions ne devraient pas être tenues d'« exécuter » les ordres dotés d'un meilleur cours sur le marché traditionnel, surtout si celui-ci y

³⁷ Le règlement dit Regulation NMS est abordé ci-dessus à la rubrique II.C.3.

exerce un monopole, puisqu'une telle exigence nuirait à leur faculté d'exécuter leurs transactions sur le marché de leur choix. Les partisans de cet argument font valoir que a) toute obligation envers le marché ne devrait être imposée qu'aux courtiers, et que b) les investisseurs institutionnels qui négocient pour leur propre compte ne devraient être astreints à aucune obligation de la sorte, particulièrement en raison de la taille moyenne de leurs transactions et de leur besoin d'agir dans l'intérêt des personnes dont ils investissent l'argent. Qui plus est, l'imposition d'une obligation aux marchés ou aux participants au marché pourrait compromettre la faculté d'exécuter efficacement des opérations en bloc importantes.

Par ailleurs, certains arguent que le fait de mettre en œuvre une protection contre les transactions hors cours peut nuire à la concurrence et à l'innovation. En mettant en œuvre une interdiction de procéder à des transactions hors cours sur tous les marchés, les nouveaux marchés pourraient être tenus d'adopter le même modèle commercial que les bourses existantes, ce qui, fonctionnellement, supprimerait l'innovation³⁸. Ils font valoir que ces nouveaux marchés fournissent un créneau pour certains participants et qu'il ne convient pas de les forcer à adopter un modèle existant. Les idées novatrices et les modèles commerciaux différents constituent la façon d'attirer des participants et d'acquérir une part de marché; une interdiction de procéder à des transactions hors cours pourrait ne pas permettre à ces modèles de s'épanouir³⁹. En imposant une architecture préétablie aux marchés, en imposant aux participants des liens technologiques et des règles en vue d'empêcher les transactions hors cours, on peut parvenir initialement à éliminer le problème mais on risque de décourager toute innovation ultérieure ainsi que la concurrence suscitée par la mise sur pied de nouveaux marchés. Or, selon certains, l'absence de concurrence et d'innovation pourrait miner la confiance des investisseurs dans le marché en général. En outre, il faut tenir compte du fait qu'à ce jour, les activités des SNP au Canada sont limitées.

Il est nécessaire de maintenir un équilibre sur le plan de la concurrence entre les marchés, de manière à promouvoir des services de négociation efficaces et l'intégration de la concurrence entre les ordres, ce qui favorise un établissement plus efficace du cours des titres individuels. Par conséquent, la structure réglementaire devrait chercher à éviter les extrêmes que constituent des marchés isolés qui négocient le même titre sans tenir compte des négociations sur d'autres marchés et un système entièrement centralisé qui annule les avantages de la concurrence entre les marchés et de l'innovation⁴⁰.

7. *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle être imposée lorsqu'il existe plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres? Quels sont les avantages et les inconvénients? Motivez votre réponse.*
8. *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours aura-t-elle une incidence sur l'innovation et la concurrence sur le marché canadien? Motivez votre réponse.*

³⁸ Peterffy and Battan, « Why Some Dealers and Exchanges Have Been Slow to Automate », *Financial Analysts Journal*, Volume 60, N° 4 à la page 16.

³⁹ Lee, Ruben, *Capital Markets that Benefit Investors - A Survey of the Evidence on Fragmentation, Internalisation and Market Transparency*, 30 septembre 2002.

⁴⁰ Voir note 5, SEC Final Release, aux pp. 12 et 13.

2. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours en tant qu'obligation envers le client

La Politique 5.2 prise aux termes des RUIIM établit un lien direct entre les transactions hors cours et l'obligation d'exécution au meilleur cours qui doit être respectée envers les clients. Cette interprétation de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours était perçue comme faisant partie de l'obligation fiduciaire qu'un intermédiaire a envers ses clients. Elle a des incidences sur les personnes auxquelles elle devrait être imposée ainsi que sur sa portée. Si elle fait partie de l'obligation d'agir dans l'intérêt des clients, elle se limite aux intermédiaires à qui cette obligation est imposée en vertu de la loi, de la common law, du Code civil du Québec ou des règles d'un organisme d'autoréglementation. Cela pourrait également signifier qu'un client devrait disposer d'un pouvoir discrétionnaire absolu pour déterminer si son objectif de négociation consiste à obtenir le meilleur cours ou à respecter un autre facteur, par exemple l'exécution immédiate.

3. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours en tant qu'obligation envers le marché

Tel qu'il a été énoncé ci-dessus, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours a été limitée aux courtiers dans le cadre de leurs obligations envers leurs clients et n'était pas imposée aux investisseurs sous forme d'obligation générale. Toutefois, si l'on accepte le point de vue que la protection contre les transactions hors cours est essentielle pour le marché dans son ensemble, il devrait s'agir d'une obligation envers le marché qui est imposée soit à tous les participants directs (qu'il s'agisse de courtiers ou non), soit aux marchés. L'imposition de cette obligation garantit l'équité pour tous les participants au marché et fait en sorte que le cours constitue le facteur déterminant pour l'exécution ou la non-exécution d'un ordre. La partie B ci-dessous traite des incidences de l'imposition de l'interdiction aux participants ou au marché.

9. *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle demeurer une obligation qu'un courtier a envers ses clients, ou tous les participants au marché devraient-ils avoir une obligation générale envers le marché?*

B. À qui devrait être imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

Si l'interdiction de procéder à des transactions hors cours n'est plus caractérisée comme découlant d'une obligation envers le client et est perçue plutôt comme une obligation envers le marché, à qui devrait-elle être appliquée et comment?

1. L'interdiction devrait-elle être imposée au participant au marché?

Tel qu'il a été exposé ci-dessus, l'article 2 de la Politique 5.2 prise aux termes des RUIIM, *Exécution au meilleur cours*, attribue actuellement la responsabilité au participant et énonce ce qui suit : « [L]es participants ne peuvent pas sciemment passer outre à une offre d'achat ou de vente à meilleur cours sur un marché en effectuant une transaction (soit unilatéralement soit par compensation) à un cours inférieur sur une bourse ou un autre marché organisé. »

Traditionnellement, seuls les courtiers pouvaient avoir accès aux marchés des titres de

participation et la protection contre les transactions hors cours ne constituait pas un problème puisque la plate-forme de la TSX faisait respecter l'attribution du meilleur cours. Nous nous devons de nous pencher sur la question en raison de la récente prolifération de l'accès direct au marché par le truchement d'intermédiaires, conjuguée à l'intérêt des SNP à fournir un accès direct aux marchés aux investisseurs institutionnels.

Si l'obligation générale et, par conséquent, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, est imposée à tous les participants au marché, elle peut être difficile à mettre en œuvre pour diverses raisons. Premièrement, les investisseurs et les courtiers disposent de ressources et de capacités différentes. L'une des fonctions commerciales principales d'un courtier consiste à négocier des titres et il dispose de négociateurs professionnels à qui incombe la responsabilité d'exécuter des transactions visant certains titres et qui ont élaboré divers outils afin de faciliter cette tâche, dont des outils de surveillance des marchés en vue de repérer le meilleur cours disponible. En revanche, les investisseurs institutionnels peuvent également disposer de négociateurs professionnels, mais la négociation ne constitue pas leur activité principale. Elles peuvent ne pas disposer des outils ni de la faculté de surveiller tous les marchés en vue de trouver le meilleur cours disponible. Il est encore moins probable qu'un investisseur individuel dispose de ces outils.

Il n'existe présentement aucune « norme » de compétence nécessaire afin d'obtenir accès aux marchés. Les exigences nécessaires en vue d'obtenir un accès à un marché donné peuvent diverger considérablement de celles d'un autre marché. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours est imposée aux participants au marché, ces derniers doivent disposer de la capacité de surveiller, de mesurer et d'exécuter des transactions en vue de garantir la conformité à cette interdiction. Il est vraisemblable que la plupart des personnes autres que des courtiers ne disposent pas présentement de cette capacité et, dans la mesure où des obligations parallèles sont imposées à divers participants au marché, on devrait se demander si des exigences constantes en matière de compétence devraient être appliquées.

En outre, l'autorité de réglementation serait tenue de prendre des mesures afin de surveiller et de garantir la conformité à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours pour un groupe bien plus important. Tant les courtiers que les personnes autres que les courtiers seraient tenus de mettre en œuvre des politiques et procédures qui devraient être passées en revue. Ceci nécessiterait peut-être également de vérifier si les institutions ou les petits investisseurs se conforment aux règles de négociation, ce qui ne s'est pas fait dans le passé.

La proposition de SRM publiée le 3 juin 2005 recommande d'imposer l'obligation aux participants au marché, qu'il s'agisse d'un courtier ou d'une personne autre qu'un courtier, de « déployer des efforts raisonnables afin de combler tous les ordres affichés dans un affichage consolidé du marché ».

2. L'interdiction devrait-elle être imposée aux marchés?

Au lieu d'imposer l'interdiction aux participants au marché, comme le font actuellement les RUM, il serait possible de l'imposer aux marchés.

Exiger que les marchés établissent des procédures afin de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours élimine la préoccupation concernant la capacité des divers participants de cerner l'interdiction, de l'évaluer et de procéder à des exécutions conformément à celle-ci. L'imposition de l'interdiction au marché, plutôt qu'aux participants, permet une plus grande latitude afin de s'adapter rapidement aux innovations du marché et aux nouvelles technologies, puisque les marchés sont mieux placés pour réagir rapidement à des faits nouveaux survenant sur le marché que ne le sont les participants au marché.

Contrairement à la proposition de SRM, aux États-Unis, la SEC exige que les places financières « [TRADUCTION] établissent, maintiennent et fassent respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour prévenir des transactions hors cours, et, si elles se prévalent d'une des exceptions prévue par la règle, qui sont raisonnablement conçues pour garantir la conformité aux modalités de l'exception. »

Bien que le marché des titres de participation canadien ne soit pas aussi complexe que celui des États-Unis, si une interdiction de procéder à des transactions hors cours est adoptée pour protéger les investisseurs ou l'intégrité du marché canadien, l'imposition aux marchés de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours semble constituer la solution de rechange à privilégier. Les différences quant aux exigences de compétence, quant à l'accès et quant à la faculté d'évaluer et d'établir l'interdiction de procéder à des transactions hors cours parmi les participants au marché pourraient donner lieu à une application inconstante de la protection contre les transactions hors cours si l'interdiction était imposée au participant au marché plutôt qu'au marché. Une solution au niveau du marché pourrait être mise en œuvre, en grande partie, au moyen de liens technologiques, que ce soit directement entre les marchés ou indirectement par le recours à des systèmes évolués d'acheminement des ordres, et pourrait procurer un moyen objectif d'acheminer les ordres vers le meilleur cours.

Un autre avantage qui découle de l'imposition de l'interdiction au marché est qu'il serait plus facile de surveiller et de faire respecter l'interdiction. En outre, il semblerait que l'imposition de l'interdiction au participant au marché serait plus coûteuse. Plus précisément, imposer à chaque participant au marché l'obligation de se raccorder à chaque marché, directement ou indirectement, afin de se conformer à une interdiction de procéder à des transactions hors cours coûterait davantage dans l'ensemble que si un petit nombre de marchés étaient tenus d'établir de telles connexions les uns avec les autres.

Imposer l'interdiction au marché permet à celui-ci de déterminer le meilleur moyen de la respecter. Le marché pourrait régler les questions qui se posent en concevant ses propres algorithmes d'exécution des transactions (p. ex. tous les ordres doivent se situer dans la fourchette des offres d'achat/offres de vente à l'égard des ordres affichés), au moyen de liens directs ou en ayant recours à des moyens indirects. Toutefois, cette façon de faire comporte

certaines désavantages. Premièrement, il y a la question de savoir si le fait d'imposer à un marché l'obligation d'acheminer des ordres vers un autre marché aurait une incidence sur l'innovation et sur la capacité des marchés de concevoir des modèles novateurs d'exécution ou limiterait leur accès à des participants déterminés. Deuxièmement, il se peut que le marché doive engager des frais importants afin d'implanter les systèmes nécessaires pour faire respecter l'interdiction des transactions hors cours.

10. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle être imposée au participant au marché ou au marché? Pourquoi?*

C. *Respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours*

Selon les dispositions actuelles des RUIIM, on s'attend d'un courtier à ce qu'il exécute les ordres dotés d'un meilleur cours avant d'exécuter un ordre moyennant un cours inférieur. Toutefois, les applications internes et intentionnelles⁴¹ à la TSX ont été traitées différemment. La Règle 4-802 de la TSX fait état des cas où certaines transactions saisies ou l'exécution des transactions sont assujetties à la priorité des ordres inscrits dans le registre. Ceci suggère que ces ordres ont été appariés et que l'obligation d'exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours survient après l'appariement⁴². Ainsi, les différentes méthodes de répartition des transactions soulèvent des difficultés différentes pour ce qui est de savoir quand et comment l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est respectée.

Nous observons qu'aux États-Unis la SEC prétend que la règle sur la protection des ordres adopte une méthodologie très différente que celle qui avait été suivie par le plan de l'Intermarket Trading System (ITS) applicable aux titres cotés en bourse. Les dispositions de l'ITS prévoyaient une procédure de plainte après le fait aux termes de laquelle le marché lésé pouvait demander un dédommagement au marché où avait eu lieu la transaction hors cours. En revanche, la règle sur la protection des ordres est conçue afin de « prévenir » les transactions hors cours ou, si un marché se prévaut d'une dispense, afin de garantir la conformité à la dispense⁴³.

La présente rubrique se penche sur les questions se rapportant au moment et aux modalités de respect d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Nous observons que les solutions ne sont pas incompatibles.

⁴¹ « *application intentionnelle* Transaction découlant de la saisie, par un participant, d'un ordre d'achat et d'un ordre de vente d'un titre, exclusion faite d'une transaction dans le cadre de laquelle le participant a saisi l'un des ordres à titre d'ordre de jockey. » « *application interne* Application intentionnelle entre deux comptes de clients d'un participant qui sont gérés par une seule maison de courtage faisant fonction de gestionnaire de portefeuille et ayant obtenu de chaque client l'autorité discrétionnaire de gérer le portefeuille; comprend une transaction dans le cadre de laquelle le participant fait fonction de gestionnaire de portefeuille lorsqu'il autorise la transaction entre les deux comptes de clients. » Se reporter au paragraphe 1.1 des RUIIM.

⁴² Il n'est pas clair si ceci survient techniquement avant l'exécution réelle, en ce sens que l'opération a lieu avant la saisie de l'application.

⁴³Voir note 5, aux pp. 22 à 24.

1. Respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours au moment de l'exécution ou simultanément

La mise en œuvre d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours pourrait exiger d'une entité qu'elle exécute tous les ordres dotés d'un meilleur cours, y compris ceux sur les autres marchés avant que la transaction n'ait lieu, ou simultanément si une dispense était prévue pour les ordres de balayage. Cette façon de procéder est semblable au modèle du marché auquel les marchés des titres de participation canadiens ont actuellement recours et selon lequel tous les ordres dotés d'un meilleur cours sont exécutés avant qu'une exécution ait lieu moyennant un cours inférieur⁴⁴. Toutefois, ce modèle peut ne pas être efficace pour toutes les structures de marché, particulièrement lorsqu'il n'existe aucun cours avant la transaction ni aucune transparence quant au volume.

Les problèmes de mise en œuvre de cette méthodologie ne sont pas aussi complexes que ceux survenant dans le cadre de la méthodologie postérieure à l'appariement (voir ci-dessous). Les problèmes de mise en œuvre de la méthodologie préventive dépendent de l'imposition de l'interdiction au marché ou au participant au marché et se rapportent au mode d'établissement de l'interdiction, au niveau d'exécution et à la question de savoir si les participants doivent avoir accès à tous les marchés.

a) Mode d'établissement de l'interdiction

Afin de mettre en œuvre l'interdiction « préventive » de procéder à des transactions hors cours, une entité se doit d'établir quels marchés disposent d'ordres dotés d'un meilleur cours ainsi que le volume qui doit être exécuté.

Des solutions technologiques peuvent être nécessaires afin de surveiller d'autres marchés en vue d'établir où se trouvent les ordres dotés d'un meilleur cours de sorte à ce qu'ils puissent être exécutés en premier et à temps. En outre, une piste de vérification facilement discernable devrait être mise en place afin de juger du respect de l'interdiction. La SEC, dans sa publication définitive du règlement dit Regulation NMS, a indiqué qu'elle avait demandé à son personnel d'élaborer un projet de règle qui exigerait des places financières qu'elles publient des statistiques normalisées et comparables sur l'incidence des opérations hors cours qui n'étaient pas visées par une exception à la règle⁴⁵.

À notre avis, la solution concernant les modalités de surveillance et de respect d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours qui s'appliquent à tous les participants au marché est bien plus difficile à mettre en œuvre que l'imposition de l'interdiction à un marché. Les participants au marché dotés de compétences différentes pourraient avoir des difficultés à établir s'il existe des ordres dotés d'un meilleur cours qui sont disponibles ainsi que la taille de ces ordres, particulièrement si les renseignements sur les cotations provenant de plusieurs marchés

⁴⁴ Par exemple, sur le marché des grandes opérations en bloc, si les participants conviennent, dans le cadre d'une opération, d'un cours inférieur à l'offre d'achat ou à l'offre de vente, tous les ordres dotés d'un meilleur cours à la TSX doivent être exécutés avant que l'opération ne puisse avoir lieu.

⁴⁵ Voir note 5, SEC Final Release à la page 150.

ne sont pas consolidés. Le coût du respect de cette interdiction pourrait être plus élevé que si elle était imposée au marché.

11. *Quelles solutions technologiques existent ou doivent être élaborées si une interdiction de procéder à des transactions hors cours est imposée aux marchés? Quelles solutions existent si l'interdiction est imposée plutôt aux participants au marché?*
12. *L'absence d'un consolidateur de données nuirait-elle à l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours?*

b) *Incidence sur les exigences en matière d'accès*

La NC 21-101 reconnaît l'importance de l'accès aux marchés. Les articles 5.1 et 6.13 de la NC 21-101 prévoient que les bourses reconnues et les SNP doivent établir des normes écrites encadrant l'accès aux négociations et ne doivent pas interdire indûment l'accès à leurs services, ni imposer indûment des conditions ou d'autres limites à l'accès. On doit tenir compte de l'incidence sur les exigences en matière d'accès de l'élargissement aux marchés ou aux participants au marché de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

La proposition de SRM limite l'interdiction de procéder à des transactions hors cours imposée aux participants au marché uniquement aux marchés auxquels ceux-ci ont un accès direct. Comme nous l'avons vu, un participant au marché pourrait contourner l'interdiction de procéder à des transactions hors cours simplement en obtenant un accès direct à un seul marché et en accédant indirectement aux autres marchés par l'entremise d'un courtier. Ce faisant, il lui serait possible de tirer parti, lorsqu'il le souhaite, de l'obligation imposée au courtier de négocier moyennant le meilleur cours disponible, ce qui créerait une lacune qu'il pourrait exploiter à son avantage.

Par contre, imposer l'interdiction aux participants au marché et exiger qu'ils aient un accès direct à tous les marchés sont problématiques. Forcer les participants au marché à accéder à tous les marchés entraîne des coûts et une complexité accrue pour les participants au marché puisqu'ils seraient tenus d'accéder à plusieurs marchés, y compris aux marchés où ils effectuent peu de transactions et qui peuvent avoir recours à des méthodologies d'exécution qu'ils préfèrent ne pas utiliser. En outre, exiger de tous les participants au marché qu'ils aient accès à tous les marchés pourrait avoir une incidence sur la capacité de chaque marché de concevoir son propre modèle commercial, notamment pour les marchés structurés afin de ne permettre l'accès qu'à un seul type de participant au marché (par exemple, les investisseurs institutionnels) ou lorsque les participants au marché sont tenus de respecter des critères rigoureux afin d'obtenir l'accès.

Comme nous l'avons vu, la règle sur la protection des ordres de la SEC exige des places financières qu'elles établissent, tiennent et fassent respecter des politiques écrites qui sont raisonnablement conçues afin de prévenir des transactions hors cours. Elle traite également de la question de l'accès aux marchés par l'entremise de la règle sur l'accès⁴⁶. La SEC décrit de la manière suivante l'effet prévu de la règle sur l'accès :

⁴⁶ Voir note 5, SEC Final Release, Rule 242.610.

« [TRADUCTION] Tout d'abord, elle permet le recours à des liens privés offerts par divers fournisseurs de connectivité, plutôt que d'imposer un mécanisme de lien collectif comme l'ITS, en vue de faciliter l'accès nécessaire aux cotations. Le coût moindre et la souplesse accrue de la connectivité au cours des dernières années ont fait des liens privés une solution de rechange possible aux liens établis, en l'absence d'obstacles à l'accès. En ayant recours à des liens privés, les participants au marché peuvent obtenir un accès indirect aux cotations affichées par une place financière déterminée par l'entremise de membres, d'adhérents ou de clients de celle-ci. Afin de promouvoir ce genre d'accès indirect, la Règle 610 interdit aux places financières d'imposer des modalités établissant des conditions indûment discriminatoires qui empêcheraient ou entraveraient l'accès de toute personne par l'entremise de leurs membres, adhérents ou clients »⁴⁷.

Imposer l'interdiction au marché permet d'éviter des problèmes d'accès supplémentaires aux participants, mais le marché peut toujours respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours en l'imposant à ceux-ci.

13. *Un régime imposant une interdiction de procéder à des transactions hors cours doit-elle tenir compte des frais d'accès?*⁴⁸

14. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée aux participant, au marché, quels autres problèmes liés à l'accès faudrait-il régler?*

c) *Profondeur du registre ou meilleure offre d'achat/offre de vente*

Traditionnellement, les marchés des titres de participation au Canada ont fait respecter les obligations d'exécution au meilleur cours et, par voie de conséquence, la protection contre les transactions hors cours, à l'égard de l'ensemble des ordres dotés d'un meilleur cours. La capacité d'offrir une protection à tous les ordres inscrits au registre des ordres était, jusqu'à dernièrement, facilitée par le fait que les titres étaient négociés individuellement sur un seul marché et par le fait que les marchés des titres de participation au Canada étaient pleinement automatisés.

À titre de comparaison, dans un contexte comme les États-Unis où les titres se négocient sur plusieurs marchés et où il existe une fragmentation du flux des ordres, l'application de la protection à la profondeur du registre est bien plus compliquée. Tous les marchés aux États-Unis ne sont pas automatisés et certaines bourses avaient adopté un système de spécialistes selon lesquels des ordres pourraient être exécutés manuellement. Ceci entraînait une différence quant au moment de l'exécution des ordres qui ont été saisis sur un marché manuel par rapport à un marché électronique. En conséquence, aux États-Unis, la protection contre les transactions hors cours a été axée sur une démarche qui exige uniquement l'exécution selon le niveau de la meilleure offre d'achat et offre de vente sur le plan national, soit la « tête du registre », et non la pleine profondeur du registre.

⁴⁷ Voir note 5, SEC Final Release à la page 27.

⁴⁸ La règle sur l'accès inclut une disposition qui limite à la meilleure offre d'achat et à la meilleure offre de vente les frais d'accès qui peuvent être imputés en vue d'un accès aux cotations protégées et aux cotations manuelles.

Le marché des titres de participation canadien n'a pas de la même structure ni les problèmes connexes de marchés manuels et marchés automatisés. En particulier, tous les marchés au Canada sont des systèmes de négociation électroniques pleinement automatisés et il n'existe que très peu de marchés. En conséquence, la mise en œuvre de la méthode américaine de la « tête du registre » donnerait lieu à un affaiblissement de la protection contre les transactions hors cours au Canada.

15. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle avoir recours à une méthode axée sur la pleine profondeur du registre ou uniquement sur la tête du registre?*

d) *Ordres de balayage*

L'une des manières de favoriser la mise en œuvre d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours consiste à permettre des « ordres de balayage ». En vertu de la règle sur la protection des ordres, une place financière est dispensée de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours si elle reçoit un ordre de balayage intermarchés ou achemine un ordre désigné comme ordre de balayage intermarchés. Les ordres de balayage permettraient à un participant au marché d'acheminer des ordres à plusieurs marchés simultanément en vue d'une exécution selon le meilleur cours et le cours inférieur en même temps. Un ordre de balayage exigerait des modifications aux systèmes au niveau du marché afin de permettre une « désignation d'ordre de balayage » de sorte que le système puisse reconnaître que les ordres ont été expédiés simultanément en vue d'une exécution tant au meilleur cours qu'à un cours inférieur.

Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée aux marchés, ceux-ci devraient établir des politiques et procédures pour que les ordres soient acheminés à un autre marché affichant un meilleur cours. Un ordre désigné « de balayage » indiquerait au marché qui le reçoit qu'il ne faut pas réacheminer l'ordre puisque le participant a également expédié simultanément plusieurs ordres afin de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

16. *La solution élaborée afin d'éliminer les transactions hors cours devrait-elle inclure la faculté d'acheminer des ordres de balayage?*

2. Interdiction de procéder à des transactions hors cours pour les marchés dotés d'une transparence limitée avant la transaction ou d'autres caractéristiques d'exécution inhabituelles

Sur certains marchés, le participant peut avoir présenté un ordre doté d'un cours et d'un volume déterminés mais peut ne pas savoir s'il y aura appariement jusqu'au moment où celui-ci se produit réellement, puisque les cotations sur le marché ne sont pas transparentes. D'autres marchés peuvent permettre aux participants de négocier directement en communiquant des ordres les uns aux autres jusqu'à ce qu'il y ait appariement. En raison de leur structure, ces systèmes peuvent ne pas permettre à une entité de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours soit avant l'exécution moyennant un cours inférieur, soit simultanément.

Une solution éventuelle consisterait à mettre en œuvre une interdiction postérieure à l'appariement, qui serait semblable au mécanisme d'entrave aux applications, lequel impose à une entité l'obligation d'exécuter les ordres dotés d'un « meilleur cours » après l'appariement des transactions. Il est possible d'avoir recours à ce mécanisme, que l'interdiction soit imposée au marché ou au participant au marché. Il peut être nécessaire d'y avoir recours pour les modèles de marché qui ne disposent pas de transparence antérieure à la transaction. Dans ces modèles, il est impossible de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours avant l'appariement puisque les participants au marché ne savent pas s'il existe des ordres inscrits au registre qui seront appariés aux leurs et qu'ils ne connaissent pas le cours selon lequel l'appariement s'effectuera. Ce n'est que lorsque l'appariement a lieu et que l'on sait avec certitude si le cours est inférieur au cours disponible sur d'autres marchés et après l'exécution que les ordres dotés d'un meilleur cours sur d'autres marchés pourraient être exécutés.

Comme on le verra ci-dessous, la mise en œuvre d'une interdiction postérieure à l'appariement est plus compliquée qu'une méthode préventive et soulève un certain nombre de questions qui dépendent tant du modèle du marché en question que du modèle réglementaire que nous choisissons.

17. *Lorsque les participants au marché négocient sur un marché où ils ne savent pas si leurs ordres seront appariés et que le registre des ordres n'est pas transparent, au moment de l'exécution d'un ordre situé à l'extérieur de la fourchette de l'offre d'achat et de l'offre de vente d'un autre marché, le participant devrait-il être tenu d'exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours disponibles sur d'autres marchés? Le cas échéant, comment? Cette obligation devrait-elle être limitée aux ordres visibles?*

a) *Profondeur du registre ou meilleure offre d'achat/meilleure offre de vente?*

L'interdiction de procéder à des transactions hors cours postérieure à l'appariement exige de la personne à qui elle est imposée qu'elle établisse le montant du déplacement qui doit avoir lieu après qu'une transaction est exécutée moyennant un cours inférieur, ce qui, compte tenu des problèmes relevés ci-dessous, en fait une méthode plus compliquée qu'une interdiction antérieure à la transaction.

Afin de mettre en œuvre une interdiction postérieure à l'appariement, il faut établir le montant du volume des ordres dotés d'un meilleur cours sur un autre marché qui doivent être déplacés ainsi que le mode d'exécution de ceux-ci. Il peut être difficile d'établir la portée de cette interdiction en raison de l'évolution rapide du marché à l'égard d'un titre déterminé, et il peut être difficile d'en mesurer la portée réelle à un moment donné.

Il existe un certain nombre de méthodes différentes afin d'établir la portée de l'interdiction postérieure à l'appariement, et nous nous pencherons ici sur certaines d'entre elles. Une option consiste à limiter la portée de l'interdiction postérieure à l'appariement au volume de la transaction initiale. Cette méthode ne permettrait pas nécessairement d'exécuter tous les ordres dotés d'un meilleur cours et pourrait susciter des transactions hors cours. Toutefois, elle permettrait également d'établir la responsabilité associée à une transaction déterminée.

Une autre option consisterait à exiger du participant au marché qu'il exécute tous les ordres moyennant de meilleurs cours sur d'autres marchés, indépendamment du volume qui existe immédiatement après la transaction. Cette méthode garantirait que les ordres dotés d'un meilleur cours sur tous les autres marchés sont exécutés au moment de l'exécution de la transaction dotée d'un cours inférieur. Toutefois, cette méthode donne lieu à une responsabilité illimitée des personnes qui exécutent des transactions dotées d'un cours inférieur et peut décourager les participants au marché les moins avertis de faire leur entrée sur le marché puisque le risque associé à une responsabilité illimitée peut excéder les avantages de la négociation.

Enfin, le modèle peut permettre de prendre un cliché des marchés à un moment déterminé, de façon à fixer le volume de tous les ordres dotés d'un meilleur cours. Tous les ordres saisis après que le cliché a été pris ne seraient pas exécutés. Cette méthode permettrait d'établir la responsabilité d'un participant déterminé au marché et garantirait que sont exécutés tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient au moment de l'exécution de l'ordre doté d'un cours inférieur. Elle empêcherait également les spéculateurs de tirer parti de la saisie prévue d'ordres postérieurs à l'exécution. Les questions qui surviennent lorsqu'on envisage le recours à un cliché sont les suivantes : qui doit le prendre, comment doit-il être pris et quels changements technologiques sont nécessaires pour le mettre en œuvre?

18. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, faudrait-il la respecter au moment de l'exécution de la transaction dotée d'un cours inférieur, simultanément ou immédiatement après celle-ci? Le modèle devrait-il permettre la mise en œuvre des trois solutions?*

19. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle s'appliquer à tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient au moment où l'interdiction a été respectée, à tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient auparavant (au moment de l'exécution) ou devrait-elle se limiter au volume de la transaction moyennant un cours inférieur?*

IV. DISPENSES DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS

Les autorités de réglementation qui ont imposé une interdiction de procéder à des transactions hors cours ont également accordé certaines dispenses de l'interdiction. Cette rubrique porte sur ces dispenses.

A. *Dispenses se rapportant à l'établissement du cours ou à des conditions particulières*

Comme nous l'avons vu ci-dessus à la rubrique II.B.2, les RUIM énoncent un certain nombre de dispenses de l'obligation existante d'exécution au meilleur cours. Le fondement de la dispense pour certains de ces types d'ordres est que le cours d'exécution n'est pas connu avec certitude au moment de la saisie de l'ordre puisque le système de négociation a recours à un algorithme préétabli afin de calculer le prix d'exécution et que celui-ci n'est donc pas connu du participant au marché au moment de la saisie de l'ordre (types d'ordres qui sont calculés au moyen d'un

algorithme, p. ex. les ordres CMPV) ou n'est pas fondé sur les cotations présentement affichées sur le marché. Dans de tels cas, les participants au marché ne peuvent établir s'il y aura une interdiction de procéder à des transactions hors cours avant de décider de saisir l'ordre sur un marché. Il existe également des dispenses accordées aux ordres assortis de conditions particulières qui les excluent de l'exécution comme ordre normal puisque la contrepartie à la transaction peut n'être disposée à accepter les modalités que si l'exécution a lieu moyennant un escompte par rapport au meilleur cours disponible. En conséquence, le cours de l'exécution des ordres assortis de conditions particulières peut se situer à l'extérieur de la fourchette du meilleur cours acheteur et du meilleur cours vendeur disponibles.

20. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, des dispenses devraient-elles être prévues à l'égard des ordres assortis de conditions particulières? Le cas échéant, à l'égard desquels et pourquoi?*
21. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, une dispense devrait-elle être prévue à l'égard des ordres dont le cours ou d'autres conditions importantes ne peuvent être établis au moment de la saisie?*

B. Dispenses à l'égard des opérations en bloc

L'un des faits nouveaux qui a animé le débat sur les transactions hors cours a été la difficulté et l'incertitude causées par le traitement des ordres importants. Lorsque les participants au marché envisagent la négociation d'un bloc important d'un titre déterminé, ils souhaitent savoir le volume exact qui peut être exécuté sur un marché donné et avoir une estimation raisonnable du cours. S'il existe une interdiction de procéder à des transactions hors cours, les participants au marché peuvent ne pas être en mesure d'obtenir ces renseignements facilement. Une complexité supplémentaire existe lorsque des ordres iceberg sont permis sur le marché puisqu'il devient impossible pour les participants de connaître le volume disponible moyennant un cours déterminé⁴⁹.

En outre, la présence d'un ordre important accroît souvent la volatilité des cours, puisque d'autres participants, qui ne participent pas à l'opération en bloc, peuvent repérer des indices d'une tendance d'achat ou de vente et peuvent inscrire des ordres supplémentaires moyennant de meilleurs cours qui doivent être exécutés avant que le cours d'exécution du bloc de titres ne soit atteint, ce qui entrave encore davantage l'exécution du bloc de titres. Les participants qui se livrent à des opérations en bloc importantes se préoccupent de l'incertitude liée aux cours et aux volumes. Ils estiment que cette incertitude décourage la négociation et réduit le degré de liquidité pour certains titres. En réponse à ces préoccupations, et compte tenu du fait que la négociation de blocs de titres importants constitue une tranche appréciable du volume et des affaires, les marchés ont créé des mécanismes ou accordé des dispenses afin de favoriser les opérations en bloc visant un volume important de titres⁵⁰.

⁴⁹ Se reporter à la rubrique C, ci-dessous, pour un examen des ordres iceberg.

⁵⁰ Pour ne citer que certains exemples, il y a le mécanisme d'opérations en bloc de la Bourse de Montréal et l'ordre iceberg de la TSX. Pour ce qui est des opérations en bloc à la Bourse de Montréal, il est permis d'exécuter ces transactions en marge de la fourchette de l'offre d'achat/l'offre de vente (c.-à-d. en n'étant pas assujéti à

Toutefois, la faculté qu'ont les opérations en bloc importantes de contourner des ordres dotés d'un meilleur cours qui ont été saisis antérieurement sur un marché peut dissuader ou empêcher les participants de moindre envergure de participer au marché. En outre, certains font valoir que, si la taille d'une opération en bloc est particulièrement importante, le déplacement des ordres de moindre envergure qui figurent déjà au registre ne devrait pas être problématique.

La SEC, dans sa publication définitive du règlement dit Regulation NMS, n'a pas prévu de dispense à l'égard des opérations en bloc. Elle a plutôt indiqué que « [TRADUCTION] le recours à l'ordre de balayage intermarchés favorisera l'exécution immédiate des ordres visant des blocs de titres par des courtiers pour le compte de leurs clients institutionnels »⁵¹.

Une autre dispense de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est accordée dans le cadre d'un « placement étendu » dans certains cas⁵². Cette dispense est accordée pour des raisons semblables à celle de la dispense accordée aux opérations en bloc importantes sur les marchés des instruments dérivés, c.-à-d. qu'un ordre d'une telle envergure suscitera une volatilité involontaire des cours et dissuadera les participants d'exécuter des ordres.

S'il convient de tolérer certaines opérations en bloc importantes, la clé consiste à établir le seuil convenable quant à la taille. Le seuil doit réaliser un équilibre entre l'exclusion des transactions qui auraient une incidence minimale sur le registre et l'inclusion des transactions qui pourraient avoir un effet perturbateur sur le marché. Pour l'heure, les marchés qui offrent des mécanismes ou des dispenses de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours établissent le seuil. Au fur et à mesure que croît la concurrence entre les marchés, il pourrait exister un incitatif concurrentiel à favoriser des transactions en bloc en abaissant le seuil afin d'attirer des clients.

22. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle prévoir une dispense pour les opérations en bloc importantes?*
23. *Le seuil du volume d'une transaction en bloc visant un titre négocié sur plusieurs marchés devrait-il être le même d'un marché à l'autre? Dans la négative, quelle en serait l'incidence?*
24. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, les ordres de balayage favoriseront-ils l'exécution d'ordres visant des blocs de titres? Comment?*

l'interdiction de procéder à des transactions hors cours). L'existence d'offres iceberg a des incidences pour toute interdiction de procéder à des transactions hors cours, tel qu'il est exposé ci-dessous.

⁵¹ Voir note 5, SEC Final Release à la page 153.

⁵² Afin de favoriser le placement de titres cotés en bourse auprès d'un nombre important d'investisseurs, la Bourse de Toronto permet à des participants de placer des blocs importants de titres hors bourse auprès d'investisseurs moyennant un cours déterminé. La Règle 4-103 de la TSX définit ainsi un « placement étendu » : « série d'opérations de contrepartie auprès d'au moins 25 comptes de clients distincts et non reliés, aucun ne participant pour plus de 50 % de la valeur totale du placement ». Le « placement étendu » fait exception à la règle selon laquelle les titres cotés doivent être négociés en bourse. Les participants sont tenus de mettre de côté au moins 20 % du placement afin d'exécuter les ordres d'achats supplémentaires inscrits au registre de la Bourse et le teneur de marché a droit à au moins dix fois la quantité minimale garantie du titre tant que le maximum de 20 % n'a pas été franchi.

C. *Dispense à l'égard des tranches invisibles d'un ordre*

Un problème qui survient lorsqu'on élabore une interdiction de procéder à des transactions hors cours est de savoir si l'interdiction devrait s'appliquer aux tranches non déclarées des ordres inscrits au registre. Un « ordre iceberg » constitue un type d'ordre qui permet de diviser un ordre important saisi sur le marché en montants visibles moindres dans le but d'en dissimuler la taille véritable. Ceci ne permet aux autres participants au marché de voir que la petite tranche déclarée de l'ordre. Une fois que la petite tranche déclarée a été exécutée, une autre petite tranche de l'ordre fait immédiatement son apparition; ce processus est répété jusqu'à ce que le montant total de l'ordre ait été exécuté. En dissimulant la taille importante de l'ordre, les ordres iceberg réduisent la fuite de renseignements et minimisent l'incidence sur le cours que peut avoir la divulgation d'un ordre d'une telle envergure.

Un marché qui a permis des ordres iceberg peut exiger qu'au sein de ce marché la tranche non déclarée de l'ordre iceberg soit exécutée afin de respecter une interdiction de procéder à des transactions hors cours entre marchés. Toutefois, on peut se demander s'il convient de protéger la tranche invisible au moyen d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours. L'existence d'ordres iceberg peut causer des difficultés à établir le volume que l'on se doit exécuter pour se conformer à une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Si un ordre iceberg est saisi sur un marché, les participants au marché ne peuvent établir le volume précis d'ordres dotés d'un meilleur cours qu'ils doivent exécuter pour respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours qui leur est imposée.

Les ordres visibles qui figurent au registre aident à procurer de la liquidité et sont utiles à l'établissement des cours. Les ordres iceberg sont un mécanisme qui facilite la négociation des ordres visant des blocs importants de titres et qui ne devrait pas entraîner d'incertitude pour les participants au marché qui désirent exécuter des ordres sur d'autres marchés. Par conséquent, il est plus difficile de faire valoir que la tranche non déclarée des ordres iceberg devrait bénéficier d'une protection contre les transactions hors cours. En outre, l'absence de protection contre les transactions hors cours dans le cas des ordres iceberg est compatible avec le souhait de ne pas offrir cette protection dans les marchés dépourvus de transparence avant les opérations.

Une conséquence pratique de l'absence de protection des tranches invisibles d'un ordre est qu'un changement technologique serait nécessaire qui permettrait l'existence d'un type d'« ordre étiqueté » ou d'« ordre de balayage » favorisant le déplacement d'un ordre doté d'un meilleur cours vers un autre marché et lui permettant de contourner des ordres iceberg.

Nous observons que, dans sa proposition se rapportant aux « transactions hors marché », SRM indique que certains ordres qui se situent dans une fourchette déterminée sont tenus d'être exécutés uniquement jusqu'à concurrence des ordres visibles inscrits au registre⁵³.

25. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle s'appliquer aux tranches invisibles du registre?*

⁵³ Se reporter à la rubrique sur les « Transactions hors marché », ci-dessus (II.C.2a).

D. Questions prises en compte par la SEC

1. Marchés rapides et marchés lents

Comme nous l'avons vu à la rubrique II.C.3, aux États-Unis, des problèmes sont survenus en raison du fait que certains marchés étaient des marchés électroniques ou « rapides » tandis que d'autres étaient des marchés manuels, que l'on appelle marchés « lents ». En réponse à des plaintes concernant la durée de l'exécution sur des marchés manuels et sur le désavantage qu'en subissaient les marchés électroniques, les modifications initiales proposées dans le cadre du règlement dit Regulation NMS prévoyaient une possibilité de « retrait » qui permettait aux clients de renoncer à la protection contre les transactions hors cours dont ils bénéficiaient s'il existait un ordre doté d'un meilleur cours sur un marché manuel. La raison d'être du retrait était que les risques découlant de l'incertitude de l'exécution sur un marché lent et la rapidité de l'exécution sur un marché rapide surpassaient, pour certains clients, les avantages de l'exécution de l'ordre « au meilleur cours » sur le marché manuel. Toutefois, la SEC a adopté la règle sur la protection des ordres sans prévoir ce « retrait », mais en précisant que la protection des ordres ne s'applique qu'aux cotations qui sont immédiatement et automatiquement accessibles. En d'autres termes, la protection des ordres n'est pas disponible pour les cotations manuelles.

La mise sur pied de plusieurs marchés au Canada permet la création éventuelle d'un marché lent où les ordres ne sont pas susceptibles d'exécution immédiate. Présentement, tous les marchés fournissent des cotations électroniques et immédiatement exécutables. Si nous adoptons une protection contre les transactions hors cours, nous devons nous demander s'il faut permettre de contourner un marché lent.

26. *Devrions-nous prévoir la possibilité de « se retirer » de l'acheminement des ordres à des marchés lorsque l'ordre doté d'un meilleur cours figure sur un marché manuel, ou la règle devrait-elle protéger uniquement les ordres qui sont immédiatement et automatiquement accessibles?*

2. Faculté de retrait générale

Une exception possible consiste à offrir aux participants au marché la faculté de se retirer de la protection contre les transactions hors cours s'ils ont donné un consentement éclairé. Une telle dispense pourrait avoir pour objectif d'offrir aux investisseurs la possibilité de se retirer dans certaines circonstances, y compris dans le cadre de l'exécution d'opérations en bloc sans déplacer le marché. La SEC avait envisagé de prévoir une faculté de retrait dans le règlement dit Regulation NMS. Toutefois, dans sa publication définitive, elle a adopté la règle sur la protection des ordres sans prévoir cette possibilité puisque, selon elle, « [TRADUCTION] une telle dispense pourrait gravement compromettre les avantages de la protection intermarchés des ordres »⁵⁴.

⁵⁴ « [TRADUCTION] Au lieu de cela, la Règle 611 rejoint les des préoccupations des personnes qui, auraient pu être d'avis qu'il leur fallait se retirer des cotations protégées d'une manière plus ciblée. Elle cherche notamment à servir les intérêts tant des ordres négociables que des ordres à cours limité en réalisant un juste équilibre entre les deux. » Voir note 5, SEC Final Release à la page 119.

V. INCIDENCES DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS

L'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours entraînera vraisemblablement des frais sur le plan de l'exploitation et de la technologie pour les participants au marché et les marchés, ce qui pourrait nécessiter des modifications corrélatives aux règles actuelles.

A. Questions liées à l'exploitation

Si l'interdiction est imposée aux participants au marché, qu'il s'agisse de courtiers ou d'autres personnes, il nous faudra élaborer des politiques et procédures afin de garantir le respect de l'interdiction. On pourrait également inciter les participants à se connecter à chaque marché pour qu'ils aient accès au meilleur cours disponible sur tous les marchés et soient en mesure de respecter l'interdiction de façon pleine et entière. En outre, les autorités de réglementation devront élaborer des programmes de conformité et procéder à des examens de tous les participants au marché en vue d'assurer la conformité à l'exigence. Ceci comporterait l'examen de participants qui n'ont, dans le passé, fait l'objet d'aucun examen, notamment les institutions et, éventuellement, les petits investisseurs.

Si l'interdiction est imposée aux marchés, ceux-ci devront déterminer comment la faire respecter, ce qui pourrait se faire en établissant des liens avec d'autres marchés, en adoptant d'autres solutions technologiques ou en imposant des obligations aux participants. Les marchés devront également mettre en œuvre des politiques et des procédures en vue de garantir la conformité aux exigences.

27. *Quelle est l'incidence de l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours à des personnes autres que des courtiers?*

B. Échelons de cotation

L'instauration de la protection contre les transactions hors cours introduit la possibilité que les participants au marché puissent « devancer » un ordre important (c'est-à-dire trouver un ordre important et faire passer des ordres dotés d'un meilleur cours d'une taille moindre avant celui-ci). Ceci est particulièrement vrai lorsqu'un cours peut être amélioré d'un sou. Un élément à prendre en compte éventuellement dans le cadre de l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours consiste à décider si les échelons de cotation devraient être supérieurs à un sou, et ce en vue de réaliser un juste équilibre entre les intérêts des opérations en bloc et la protection des ordres à cours limité.

C. Questions corrélatives se rapportant à la négociation des mêmes titres sur plusieurs marchés

L'existence de plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres donne lieu à certains problèmes techniques supplémentaires qui ne sont pas expressément réglés par la mise en œuvre d'une règle portant sur les transactions hors cours. Par exemple, des préoccupations supplémentaires sont

suscitées par l'existence de marchés figés, par la différence entre la priorité du cours et la priorité du cours/priorité temporelle et par l'établissement du dernier cours vendeur. En mai 2005, SRM a proposé des modifications aux RUIIM afin de favoriser la mise sur pied de marchés multiples et concurrentiels⁵⁵. Les modifications portent sur certains des problèmes abordés à la rubrique qui suit, y compris les modifications à la définition de *dernier cours vendeur*.

1. Meilleure exécution

La garantie que les ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché canadien feraient l'objet d'une négociation avant tout autre ordre a généralement engendré deux issues pratiques :

- les participants au marché étaient encouragés à avoir recours à des ordres à cours limité et ils avaient la certitude que le cours constituait le fondement unique de l'exécution des ordres;
- l'une des obligations fiduciaires principales envers les clients, soit celle d'obtenir le meilleur cours, était garantie simplement en saisissant un ordre dans le système.

Depuis l'automatisation de l'exécution au meilleur cours, les courtiers portent leur attention sur des facteurs autres que le cours dans le cadre de l'obtention de la meilleure exécution pour les ordres de leurs clients. Cette combinaison de l'exécution automatisée au meilleur cours une fois qu'un ordre était orienté vers une bourse particulière et de l'établissement, par les courtiers, des autres variables qui importaient dans le cadre de l'exécution a permis à ceux-ci de respecter simultanément tous leurs objectifs d'exécution.

Les récents progrès technologiques et la mise sur pied de nouveaux marchés ont procuré aux investisseurs institutionnels un accès direct sans intermédiaire à certains marchés, ce qui a suscité des questions au sujet du rôle de l'obligation d'obtenir le meilleur cours comme obligation de meilleure exécution. En outre, un examen récent du sens de la meilleure exécution réalisé par certains des territoires représentés au sein des ACVM, ainsi qu'un regain d'intérêt aux États-Unis et au Royaume-Uni dans le cadre de l'examen mené par ces pays de l'utilisation qu'il convient de faire des commissions, ont compliqué la question.

Le document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages*, propose une description de la meilleure exécution, qui serait le meilleur résultat net pour le client, compte tenu des éléments pertinents (dont le prix, la vitesse d'exécution, la certitude d'exécution et le coût total de transaction), en fonction des objectifs de placement indiqués par le client⁵⁶. Les ACVM étudient cette description à la lumière des commentaires reçus.

Dans ce contexte, la mise sur pied de marchés multiples compliquera vraisemblablement la tâche du courtier pour garantir le respect tant de l'obligation d'exécution au meilleur cours que de l'obligation de meilleure exécution (si elle diffère de l'obligation d'exécution au meilleur cours). Par exemple, lorsqu'un courtier traite un ordre client, il lui faut établir quel marché offre le meilleur cours disponible. Dans le passé, le courtier savait qu'en affichant un ordre sur le marché des titres de participation, le meilleur cours lui était garanti parce que le système faisait respecter

⁵⁵ Publiées dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-06-10, Vol. 2 n° 23).

⁵⁶ Publié sous la référence dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-02-04, Vol. 2 n° 5).

l'obligation. Depuis la mise sur pied de multiples marchés, le courtier ne peut avoir la certitude d'obtenir le meilleur cours sans prendre de mesures supplémentaires. En outre, il est possible que la négociation selon ce qui pourrait constituer le meilleur cours entre en conflit avec la meilleure exécution, si celle-ci inclut d'autres facteurs pertinents qui peuvent entrer en ligne de compte dans le cadre d'une décision en matière de placement (notamment la vitesse d'exécution, le manque à gagner et le risque de rater la transaction)⁵⁷.

Tandis que les courtiers sont assujettis à des obligations en matière de meilleure exécution, de priorité aux clients et de meilleur cours, la plupart des investisseurs institutionnels ne le sont pas. Certains investisseurs institutionnels peuvent avoir une responsabilité, envers leurs membres, leurs bénéficiaires ou leurs clients, d'agir de bonne foi (conseillers inscrits⁵⁸) ou avec diligence (par exemple, les caisses de retraite, les fiduciaires d'autres fonds en fiducie); toutefois, cette norme ne s'applique pas à tous les investisseurs institutionnels. Plusieurs investisseurs institutionnels négocient pour leur propre compte et, en conséquence, ne sont pas assujettis aux règles existantes en matière de meilleur cours et de priorité aux clients. Ils n'ont donc jamais été assujettis à aucune interdiction de procéder à des transactions hors cours. Toutefois, une interdiction de procéder à des transactions hors cours a une portée plus large et vise à englober une obligation générale imposée à tous les participants au marché envers le marché dans son ensemble⁵⁹.

La SEC, dans la publication définitive du règlement dit Regulation NMS, met l'accent sur le fait que l'adoption de la règle sur la protection des ordres ne diminue pas l'obligation de meilleure exécution qui est imposée au courtier :

« [TRADUCTION] La Commission n'a pas perçu l'obligation de meilleure exécution comme étant incompatible avec l'acheminement automatisé des ordres ou l'acheminement automatisé requis selon les ordres individuels vers le marché qui affiche le meilleur cours à ce moment. L'obligation de meilleure exécution exige plutôt des courtiers qu'ils évaluent périodiquement la qualité des marchés concurrents en vue de s'assurer que le flux des ordres est dirigé vers ceux qui offrent les modalités les plus avantageuses pour leurs ordres clients. Les courtiers doivent examiner les procédures qu'ils suivent pour obtenir la meilleure exécution à la lumière de l'évolution des marchés et de la technologie, et modifier ces pratiques au besoin pour permettre à leurs clients d'obtenir les meilleurs cours raisonnablement disponibles [...] La protection contre les transactions hors cours [...] aide le courtier à s'acquitter de son obligation de meilleure exécution, en contribuant à faire en sorte que les ordres clients ne soient pas exécutés moyennant des cours inférieurs aux meilleures cotations protégées. Néanmoins, la règle sur la protection des ordres ne supprime ni ne diminue la responsabilité qui incombe au courtier d'obtenir la meilleure exécution, y compris son obligation d'évaluer la qualité d'exécution des marchés vers lesquels il achemine les ordres clients, indépendamment des exceptions énoncées dans la règle. »

⁵⁷ Lettre adressée à la SEC concernant le règlement dit Regulation NMS de la part de Citadel Investment Group L.L.C. datée du 9 juillet 2004, aux pp. 6 et 7.

⁵⁸ Les institutions qui sont des conseillers inscrits ont l'obligation d'agir de bonne foi (Rule 31-505 de la CVMO).

⁵⁹ Voir note 5, SEC Final Release aux pp. 160 et 161.

28. *La mise sur pied de multiples marchés qui négocient le même titre cause-t-elle un conflit entre ce qui est nécessaire pour respecter l'obligation d'exécution au meilleur cours et ce qui est nécessaire pour respecter l'obligation de meilleure exécution, si celle-ci est définie comme étant autre chose que la simple obtention du meilleur cours? Comment ce conflit peut-il être réglé? L'une des obligations, le meilleur cours ou la meilleure exécution, est-elle plus importante que l'autre? Motivez votre réponse.*

2. Marchés figés ou croisés

Il se produit un « marché figé » lorsqu'il existe de multiples marchés qui négocient le même titre et qu'une offre d'achat sur un marché est faite moyennant un cours identique à une offre de vente sur un autre marché (et vice-versa). Si les deux offres avaient été saisies sur le même marché, l'offre d'achat et l'offre de vente aurait été appariées et une transaction aurait été exécutée. Lorsqu'un marché est figé, il existe deux façons de le débloquent :

- Généralement, d'autres acheteurs et vendeurs se manifestent, ce qui donne lieu à des transactions et à une correction immédiate.
- L'un des participants qui a causé l'impasse retire son ordre et le donne sur un autre marché en vue d'une exécution immédiate.

Il se produit un « marché croisé » lorsque l'offre d'achat d'un participant sur un marché est supérieure à l'offre de vente d'un autre participant sur un autre marché (et vice-versa). Cette situation ne dure habituellement pas longtemps puisqu'un participant profite généralement de la possibilité d'arbitrage.

La faculté qu'ont les participants d'avoir connaissance de meilleurs cours et de donner des ordres sur d'autres marchés varie grandement. Si l'ordre est assujéti à la meilleure exécution, p. ex. un ordre dans le cadre duquel le courtier agit en qualité de mandataire, le courtier devrait donner l'ordre sur le marché où il est le plus susceptible d'obtenir une exécution immédiate. Toutefois, d'autres ordres ne sont pas assujéti à la meilleure exécution, p. ex. les ordres des clients institutionnels ou des teneurs de marché, et les participants peuvent ne pas souhaiter donner leurs ordres sur un autre marché, c.-à-d. qu'ils tentent peut-être de faire en sorte que l'autre participant déplace leur ordre. Des règles pourraient être établies afin de prévenir la survenance de marchés figés ou croisés et de favoriser la négociation. La fréquence des marchés figés ou croisés dépend en grande partie de la personne à qui est imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours (soit le marché, soit les participants). Si l'interdiction est imposée aux marchés, ceux-ci devront établir des procédures afin d'éliminer le contournement d'ordres dotés d'un meilleur cours. Quelle que soit la solution retenue, elle pourrait également servir à favoriser le déblocage de titres. Si l'interdiction est imposée au participant au marché, celui-ci peut ne pas être tenu de débloquent les marchés, ni souhaiter le faire, s'il négocie pour compte propre ou pour des comptes non-clients.

29. *Comment devrait-on composer avec des marchés figés ou croisés? Des procédures devraient-elles être établies afin de limiter la survenance de marchés figés ou croisés? Le cas échéant, à qui devrait être imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?*

3. Méthode de répartition des transactions : différence entre la priorité du cours et la priorité du cours-priorité temporelle

Comme nous l'avons vu ci-dessus, la disposition actuelle des RUIIM qui impose une obligation aux participants d'accorder la priorité au cours, soit le paragraphe 5.2 des RUIIM – *Meilleure cours*, énonce ce qui suit :

Avant d'exécuter un ordre client, un participant déploie des efforts raisonnables pour s'assurer que :

- a) l'ordre est exécuté au meilleur cours acheteur s'il s'agit d'une offre faite par le client;
- b) l'ordre est exécuté au meilleur cours vendeur s'il s'agit d'un achat par le client.

Formatted: Bullets and Numbering

Il est interdit au participant de négocier moyennant un cours inférieur compte tenu des meilleures offres d'achat et offres de vente qui existent. La priorité du cours garantit que la dernière transaction exécutée a lieu moyennant le meilleur cours.

Ainsi, le système de négociation actuel de la TSX et de la Bourse de croissance TSX répartit les transactions en fonction de la priorité prix-heure. Ceci signifie que, si plusieurs ordres sont reçus en même temps et sont dotés du même cours, l'ordre qui est reçu en premier a priorité sur ceux qui sont reçus ultérieurement. Ceci vise à encourager l'inscription d'ordres au registre. Une exception à cette règle se produit lorsqu'il existe deux ordres qui donneraient lieu à une transaction appariée de la part du même participant; une telle application « interne » a lieu indépendamment de la priorité temporelle des ordres.

L'existence de plusieurs marchés qui négocient le même titre crée la possibilité que des ordres antérieurs saisis sur un marché soient contournés par des ordres plus récents moyennant le même cours qui sont inscrits sur un autre marché. En outre, les marchés peuvent créer des façons novatrices de répartir les transactions, différemment des répartitions existantes en fonction de la priorité du cours ou de la priorité du cours/priorité temporelle.

30. *La méthode de répartition des transactions (priorité du cours ou priorité du cours/priorité temporelle ou une autre méthode entièrement différente) devrait-elle être la même pour tous les marchés ou le marché devrait-il être en mesure d'établir ses propres procédures de répartition des transactions? Motivez votre réponse.*

4. Dernier cours vendeur

Les RUIIM définissent le *dernier cours vendeur* de la manière suivante « le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre au cours du marché ». Étant donné la création de marchés multiples, puisque le « dernier cours vendeur » d'un titre est utilisé comme limite dans le cadre d'un certain nombre de règles de négociation, y compris les ventes à découvert, il se peut que cette définition doive être révisée.

31. *Le dernier cours vendeur devrait-il être le reflet de la négociation sur tous les marchés ou chaque marché devrait-il afficher séparément son dernier cours vendeur? Motivez votre réponse.*

VI. ÉVALUATION DE L'INCIDENCE SUR LES MARCHÉS

A. Étude de la SEC sur les taux et l'incidence des transactions hors cours

Aux États-Unis, le thème principal du débat sur les transactions hors cours était la question de savoir si la protection intermarchés des cotations affichées était nécessaire pour promouvoir les marchés les plus équitables et les plus efficaces possibles pour les investisseurs⁶⁰. Les commentaires reçus à l'égard de cette question étaient partagés, certains croyant que une protection intégrale était nécessaire sur tous les marchés tandis que d'autres estimaient qu'aucune protection n'était nécessaire puisque la concurrence entre les marchés, l'intérêt économique propre des participants ainsi que les obligations existantes de meilleure exécution imposées aux courtiers garantiraient que les ordres dotés du meilleur cours seraient négociés en premier⁶¹. Dans le but de réagir aux commentaires et d'établir les taux et l'incidence des transactions hors cours sur les marchés américains, la SEC a mené plusieurs études en comparant les données de négociation des titres intercotés sur l'ITS (la Bourse de New York et les bourses régionales) et sur le marché NASDAQ. La SEC a examiné les données de négociation en fonction des critères suivants :

- les taux de transactions hors cours sur l'ITS et le NASDAQ en pourcentage du nombre de transactions;
- la taille des cotations contournées en pourcentage du volume global des actions;
- les types d'ordres qui donnent lieu à des transactions hors cours. Les opérations en bloc portant sur plus de 10 000 actions comptent pour 50 % du volume global des transactions hors cours;
- le pourcentage du volume des actions que représentent les transactions sur moins de 10 000 actions;
- le pourcentage du volume global des actions que représentent les cotations contournées;
- le pourcentage global des transactions qui sont exécutées moyennant un cours inférieur;
- l'examen des taux d'exécution des ordres importants pour déterminer l'efficacité de la négociation sur l'ITS et sur le marché NASDAQ⁶².

⁶⁰ Voir note 5, SEC Final Release, à la page 38.

⁶¹ Voir note 5, SEC Final Release, à la page 40.

⁶² Comme nous l'avons vu à la rubrique II.C.3 ci-dessus, la publication définitive de la SEC comportait une dissidence, et les dissidents ont publié une décision complémentaire à la décision majoritaire. Ils ont fait valoir certains points qui peuvent être pertinents dans le cadre du débat public au Canada concernant les transactions hors cours. Les dissidents :

- n'étaient pas convaincus que les données recueillies corroboraient la conclusion selon laquelle les transactions hors cours comptaient pour au moins 8 % de l'ensemble des transactions, et ils sont parvenus à la conclusion que les transactions hors cours ne comptaient que pour 2,5 % de toutes les transactions;
- sont parvenus à la conclusion que le total de 2,5 % ne constituait pas un volume suffisamment important pour mériter une intervention réglementaire

La tâche de la SEC (établir les taux et l'incidence des transactions hors cours) a été facilitée par la structure de marché existant aux États-Unis pour deux raisons :

- De multiples marchés existent depuis des années et la SEC pouvait avoir recours à des données de négociation s'étalant sur une période précédant son annonce afin d'examiner la question des transactions hors cours et de s'assurer que les données n'étaient pas faussées.
- La structure du marché offrait deux échantillonnages de marchés, soit le système ITS, sur lequel il existait une règle limitée interdisant des transactions hors cours, et le marché NASDAQ, sur lequel il n'existait aucune protection contre les transactions hors cours. Ceci permettait non seulement de comparer les différentes méthodologies préconisées mais aussi d'examiner l'incidence sur les titres inscrits à la cote des deux types de marché.

B. Statut des données sur les transactions hors cours au Canada

Au Canada, les mêmes titres ne sont pas négociés sur plusieurs marchés depuis 1999; en conséquence, il n'existe pas de données de négociation antérieures que l'on puisse examiner. L'effet ou l'incidence des transactions hors cours sera en grande partie déterminé par la fréquence des transactions hors cours qui se produisent sur les marchés canadiens, ce qui ne pourra faire l'objet d'une surveillance que lorsqu'un autre marché qui négocie des mêmes titres que les bourses existantes commencera ses activités. Au cours de la période de consultation prévue par le présent document de discussion et au cours de la période de transition, s'il en est, dans l'éventualité où la mise en œuvre d'une règle est envisagée, les ACVM et SRM surveilleront les taux des transactions hors cours éventuelles sur les marchés canadiens ainsi que leur incidence sur le marché canadien.

VII. CONCLUSIONS

La mise sur pied de nouveaux marchés au Canada, la prolifération de l'accès direct aux marchés accordé à de nouveaux types de participants, l'existence de nouveaux mécanismes pour les opérations en bloc et l'évolution rapide des technologies ont engendré le débat actuel sur les opérations hors cours. La réglementation des marchés des capitaux doit établir un équilibre entre, d'une part, la stimulation de l'innovation et, d'autre part, la création d'un marché des capitaux équitable et impartial.

Nous encourageons tous les participants aux marchés des capitaux à formuler des commentaires sur cette question importante. L'issue de ce débat façonnera les marchés des capitaux de l'avenir au Canada et, en conséquence, nous estimons que le débat devrait être transparent et que toutes les parties intéressées devraient bénéficier de la possibilité de faire connaître leur avis. C'est avec plaisir que nous envisageons de travailler de concert avec les participants au marché, les marchés

• ont observé que, lorsque des clients institutionnels effectuent des transactions hors cours, les petits investisseurs dont les ordres demeurent sur le registre sont habituellement touchés par des marges d'un sou ou moins.

et les autres autorités de réglementation dans le cadre de la mise en œuvre d'une solution qui procure souplesse et équité à tous les participants au marché.

VIII. CONSULTATION

A. *Questions précises*

Les ACVM sollicitent expressément des commentaires sur les questions suivantes (posées sous les rubriques du présent document) :

1. Quels facteurs ou critères faut-il prendre en considération pour déterminer la structure et les exigences appropriées pour le marché canadien?
2. Quelles questions liées à la structure du marché devraient être prises en ligne de compte dans le cadre de la discussion de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?
3. La discussion au sujet de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle tenir compte de la négociation de titres négociés hors bourse sur des marchés autres que des bourses (par exemple, des titres à revenu fixe qui se négocient sur plus d'un SNP)? Dans l'affirmative, veuillez cerner les questions liées à la structure du marché qui doivent être examinées.
4. Veuillez fournir des commentaires concernant la proposition de SRM au sujet de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Avec quels éléments êtes-vous en accord ou en désaccord et pourquoi?
5. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, quelles différences entre les marchés canadiens et américains devraient être prises en compte?
6. Faut-il traiter les transactions hors cours de manière différente sur les marchés des instruments dérivés et sur les marchés des titres de participation? Motivez votre réponse.
7. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle être imposée lorsqu'il existe plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres? Quels sont les avantages et les inconvénients? Motivez votre réponse.
8. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours aura-t-elle une incidence sur l'innovation et la concurrence sur le marché canadien? Motivez votre réponse.
9. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle demeurer une obligation qu'un courtier a envers ses clients, ou tous les participants au marché devraient-ils avoir une obligation générale envers le marché?
10. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle être imposée au participant au marché ou au marché? Pourquoi?

11. Quelles solutions technologiques existent ou doivent être élaborées si une interdiction de procéder à des transactions hors cours est imposée aux marchés? Quelles solutions existent si l'interdiction est imposée plutôt aux participants au marché?
12. L'absence d'un consolidateur de données nuirait-elle à l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours?
13. Un régime imposant une interdiction de procéder à des transactions hors cours doit-elle tenir compte des frais d'accès?
14. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée aux participant, au marché, quels autres problèmes liés à l'accès faudrait-il régler?
15. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle avoir recours à une méthode axée sur la pleine profondeur du registre ou uniquement sur la tête du registre?
16. La solution élaborée afin d'éliminer les transactions hors cours devrait-elle inclure la faculté d'acheminer des ordres de balayage?
17. Lorsque les participants au marché négocient sur un marché où ils ne savent pas si leurs ordres seront appariés et que le registre des ordres n'est pas transparent, au moment de l'exécution d'un ordre situé à l'extérieur de la fourchette de l'offre d'achat et de l'offre de vente d'un autre marché, le participant devrait-il être tenu d'exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours disponibles sur d'autres marchés? Le cas échéant, comment? Cette obligation devrait-elle être limitée aux ordres visibles?
18. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, faudrait-il la respecter au moment de l'exécution de la transaction dotée d'un cours inférieur, simultanément ou immédiatement après celle-ci? Le modèle devrait-il permettre la mise en œuvre des trois solutions?
19. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle s'appliquer à tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient au moment où l'interdiction a été respectée, à tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient auparavant (au moment de l'exécution) ou devrait-elle se limiter au volume de la transaction moyennant un cours inférieur?
20. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, des dispenses devraient-elles être prévues à l'égard des ordres assortis de conditions particulières? Le cas échéant, à l'égard desquels et pourquoi?
21. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, une dispense devrait-elle être prévue à l'égard des ordres dont le cours ou d'autres conditions importantes ne peuvent être établis au moment de la saisie?

22. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle prévoir une dispense pour les opérations en bloc importantes?
23. Le seuil du volume d'une transaction en bloc visant un titre négocié sur plusieurs marchés devrait-il être le même d'un marché à l'autre? Dans la négative, quelle en serait l'incidence?
24. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, les ordres de balayage favoriseraient-ils l'exécution d'ordres visant des blocs de titres? Comment?
25. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle s'appliquer aux tranches invisibles du registre?
26. Devrions-nous prévoir la possibilité de « se retirer » de l'acheminement des ordres à des marchés lorsque l'ordre doté d'un meilleur cours figure sur un marché manuel, ou la règle devrait-elle protéger uniquement les ordres qui sont immédiatement et automatiquement accessibles?
27. Quelle est l'incidence de l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours à des personnes autres que des courtiers?
28. La mise sur pied de multiples marchés qui négocient le même titre cause-t-elle un conflit entre ce qui est nécessaire pour respecter l'obligation d'exécution au meilleur cours et ce qui est nécessaire pour respecter l'obligation de meilleure exécution, si celle-ci est définie comme étant autre chose que la simple obtention du meilleur cours? Comment ce conflit peut-il être réglé? L'une des obligations, le meilleur cours ou la meilleure exécution, est-elle plus importante que l'autre? Motivez votre réponse.
29. Comment devrait-on composer avec des marchés figés ou croisés? Des procédures devraient-elles être établies afin de limiter la survenance de marchés figés ou croisés? Le cas échéant, à qui devrait être imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?
30. La méthode de répartition des transactions (priorité du cours ou priorité du cours/priorité temporelle ou une autre méthode entièrement différente) devrait-elle être la même pour tous les marchés ou le marché devrait-il être en mesure d'établir ses propres procédures de répartition des transactions? Motivez votre réponse.
31. *Le dernier cours vendeur devrait-il être le reflet de la négociation sur tous les marchés ou chaque marché devrait-il afficher séparément son dernier cours vendeur? Motivez votre réponse.*

B. Commentaires

Les parties intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur le document de discussion au plus tard le jeudi 20 octobre 2005, aux membres des ACVM ci-dessous, en double exemplaires, aux soins de la CVMO.

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Services Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Registrar of Securities, Territoires du Nord-Ouest
Registrar of Securities, Yukon
Registrar of Securities, Nunavut

Veillez faire parvenir vos commentaires **uniquement** aux adresses indiquées ci-dessous. Vos commentaires seront transmis aux autres territoires membres des ACVM.

a/s John Stevenson, secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Bureau 1903, C.P. 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : (416) 593-2318
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Veillez également transmettre votre présentation à l'Autorité des marchés financiers aux coordonnées suivantes :

Anne-Marie Beaudoin, Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.com

Les lettres d'observations présentées dans le cadre de la consultation ne sont pas traitées comme confidentielles, à moins d'une demande en ce sens. Elles seront transmises aux autres autorités en valeurs mobilières, peu importe qu'il y ait une demande de confidentialité. Lorsque la

confidentialité est demandée, les lettres seront traitées comme confidentielles, mais la législation sur l'accès à l'information dans certains territoires peut obliger les autorités en valeurs mobilières à les communiquer. Les personnes qui présentent des lettres d'observations doivent donc savoir que la presse et les membres du public peuvent les obtenir.

C. Tribune publique

En raison de l'importance des questions se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et de leur incidence sur les marchés des capitaux canadiens, les ACVM ont organisé une tribune publique qui aura lieu le vendredi 14 octobre 2005 à 10 heures afin de permettre à toutes les parties intéressées de participer aux discussions se rapportant à la protection contre les transactions hors cours. Les parties intéressées qui désirent participer à la tribune publique sont invitées à indiquer dans leur lettre de commentaires en réponse au présent document de discussion qu'elles désirent comparaître. Ces lettres de commentaires doivent être reçues au plus tard le lundi 19 septembre 2005.

Il est prévu que des commissaires présideront la tribune. Les membres du personnel ne formuleront pas d'arguments mais participeront en qualité d'observateurs.

La tribune publique aura un caractère informel. Les présentations peuvent être effectuées par les conseillers juridiques, les experts et les employés de tous les participants au marché. Seuls les commissaires auront le droit de poser des questions aux personnes qui font des présentations orales. Toutefois, d'autres personnes pourront présenter une contre-preuve. Les présentations se limiteront à une demi-heure, sauf si les circonstances justifient le contraire. Une transcription des procédures sera réalisée. La décision définitive concernant les détails du processus sera annoncée après que le personnel des ACVM aura passé en revue les présentations et discuté du processus avec les parties intéressées.

Les questions devraient être axées sur les problèmes soulevés dans le présent document de discussion et sur les questions qui y sont posées.

D. Questions

Veillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

Randee Pavalow
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
(416) 593-8257
rpavalow@osc.gov.on.ca

Cindy Petlock
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
(416) 593-2351
cpetlock@osc.gov.on.ca

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

Darren Sumarah
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
(416) 593-2307
dsumarah@osc.gov.on.ca

Susan Toews
British Columbia Securities Commission
(604) 899-6764

stoews@bcsc.bc.ca

Blaine Young
Alberta Securities Commission
(403) 297- 4220
blaine.young@seccom.ab.ca

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
(514) 395-0558, poste 4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Doug Brown
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
(204) 945-0605
doubrown@gov.mb.ca

Le 22 juillet 2005