

**AVIS DE PROJETS DE NORMES CANADIENNES ET D'INSTRUCTIONS
COMPLÉMENTAIRES EN VERTU DE LA LOI SUR LES VALEURS MOBILIÈRES**

**AVIS DE PROJET DE NORME CANADIENNE 21-101 *FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS*,
DE PROJET D'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 21-101IC ET DE PROJETS DE
FORMULAIRES 21-101F1, 21-101F2, 21-101F3 ET 21-101F4**

ET

**AVIS DE PROJET DE NORME CANADIENNE 23-101
RÈGLES SUR LES OPÉRATIONS ET
D'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 23-101IC**

ET

**DOCUMENT DE TRAVAIL INTITULÉ *PLAN DE CONSOLIDATION POUR UN MARCHÉ
CANADIEN CONSOLIDÉ***

Introduction

La Commission, de concert avec le personnel des autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les "ACVM"), publie aux fins de commentaires les projets suivants : la norme canadienne 21-101 *Fonctionnement des marchés* (la "norme"), l'instruction complémentaire 21-101IC (l'"instruction"), les formulaires 21-101F1, 21-101F2, 21-101F3 et 21-101F4 (les "formulaires"), la norme canadienne 23-101 *Règles sur les opérations* (les "règles sur les opérations"), l'instruction complémentaire 23-101IC (l'"instruction sur les règles sur les opérations"), ainsi qu'un document de travail intitulé *Plan de consolidation pour un marché canadien consolidé* (le "plan de consolidation"). Le personnel des ACVM publie également un document de référence intitulé *Réglementation des systèmes de négociation alternatifs au Canada*, qui est joint aux présentes à titre d'annexe A. Ce document fait l'historique des systèmes de négociation alternatifs (les "SNA") au Canada et relate le débat entourant leur fonctionnement.

Les projets de normes canadiennes sont des initiatives des ACVM, et celles-ci devraient être adoptées à titre de règles en Colombie-Britannique, en Alberta, au Manitoba, en Nouvelle-Écosse et en Ontario, à titre de règlement de la commission en Saskatchewan, et à titre d'instruction au Québec ainsi que dans chacun des autres territoires représentés au sein des ACVM. Les projets de formulaires sont des initiatives des ACVM. Les projets d'instructions complémentaires sont également des initiatives des ACVM et celles-ci devraient être adoptées à titre d'instructions dans chacun des territoires représentés au sein des ACVM.

A. LA NORME, L'INSTRUCTION ET LES FORMULAIRES – CONTENU ET OBJECTIF

Champ d'application de la norme, de l'instruction et des formulaires

La norme et l'instruction régissent tous les marchés qui exercent leurs activités dans les territoires représentés au sein des ACVM. Les "marchés" englobent notamment les Bourses de valeurs reconnues, les systèmes reconnus de cotation et de rapport d'opérations ainsi que les SNA. Par "participant au marché" on entend un membre d'une Bourse, un utilisateur d'un système de

cotation et de rapport d'opérations ou un souscripteur à un SNA. La norme et l'instruction contiennent les lignes directrices qui déterminent les marchés qui sont et qui doivent être considérés comme des Bourses, et ceux qui peuvent être considérés comme des SNA.

La norme énonce un certain nombre d'exigences applicables tant aux Bourses qu'aux systèmes de cotation et de rapport d'opérations, notamment en matière d'information et de tenue de registres. Ces exigences sont actuellement en vigueur dans certains territoires. La norme prévoit aussi plusieurs nouvelles exigences en matière, notamment, d'accès et de capacité des systèmes, qui attestent de l'importance accrue de la technologie pour ces marchés, de même qu'en matière de transparence et d'intégration des marchés. Elle indique lesquelles de ces exigences s'appliquent également aux SNA. Les formulaires doivent, dans le cas des marchés, être déposés avant de le début des activités et, dans le cas des SNA, être déposés pour rendre compte de certaines activités ou de l'arrêt des activités.

Objectif de la norme et de l'instruction

La norme servira à définir le cadre réglementaire qui intégrera les marchés traditionnels, tels que les Bourses, et les marchés nouveaux, tels que les SNA. L'instruction contient des lignes directrices pour l'application de la norme.

Analyse de la norme et de l'instruction

Au cours de la dernière décennie, bon nombre de débats ont porté sur la question de savoir si les systèmes de négociation électroniques devaient être autorisés au Canada ainsi que sur l'incidence de ces derniers sur les marchés traditionnels qui sont reconnus et réglementés¹. Le débat a surtout porté sur les causes et les conséquences de la fragmentation et sur la réglementation qu'il conviendrait d'adopter à l'égard de ces nouvelles entités. À l'heure actuelle, les Bourses, les courtiers en valeurs et les épargnants reconnaissent que différents systèmes de négociation électroniques ont été mis en œuvre à la demande des épargnants qui recherchaient des services et structures de droits différents de ceux offerts par les Bourses.

La norme et l'instruction mettent l'accent sur la réglementation des SNA ainsi que sur la manière de minimiser les conséquences néfastes de la fragmentation par une consolidation de l'information et l'intégration des ordres. L'analyse aux présentes des principales parties de la norme et de l'instruction porte sur les volets suivants : 1) les concepts de " marché " et de " SNA " ; 2) la reconnaissance des Bourses et des systèmes de cotation et de rapport d'opérations; 3) les choix de régie offerts aux SNA; 4) les exigences réglementaires applicables aux SNA qui décident de ne pas demander leur reconnaissance à titre de Bourse ou membre d'une Bourse; 5) les exigences applicables aux marchés quant à la consolidation de l'information et à l'intégration des marchés; 6) les exigences de tenue de registres et de capacité et d'intégrité des systèmes; 7) le fonctionnement à titre de SNA dans un territoire.

1. Les concepts de " marché " et de " système de négociation alternatif "

Le concept de " marché " est défini dans la partie 1 de la norme. Par " marché " on entend une Bourse, un système de cotation et de rapport d'opérations ainsi que toute personne ou société a) qui établit, maintient ou offre un marché ou des installations pour regrouper des acheteurs et des vendeurs de titres; b) qui réunit les ordres de titres de nombreux acheteurs et vendeurs; c) qui utilise des méthodes éprouvées, non discrétionnaires en vertu desquelles les ordres interagissent, et les acheteurs et les vendeurs qui concluent des ordres s'entendent sur les modalités d'une opération. Ce concept est expliqué plus en détail dans la partie 2 de la norme.

¹ Se reporter au document de référence intitulé *Réglementation des systèmes de négociation alternatifs au Canada* ci-joint, qui donne un aperçu des événements relatifs aux SNA et en résume les principaux enjeux.

Pour établir le cadre réglementaire qui convienne pour les SNA à l'intérieur des marchés canadiens des capitaux, les ACVM ont déterminé ce qu'est un SNA, en quoi il se distingue d'une Bourse traditionnelle, et quelles doivent en être les caractéristiques pour qu'il soit régi comme une Bourse reconnue. Historiquement, les Bourses ont eu pour fonction de jumeler les ordres d'achat et de vente de titres. Toutefois, avec l'évolution des marchés mondiaux, elles ont dû elles aussi se mettre au diapason. Aujourd'hui, toutes n'exercent pas des fonctions identiques non plus qu'elles ne sont régies par les mêmes structures de régulation interne. Et tout comme elles, les SNA permettent le jumelage des ordres d'achat et de vente.

Comme il est indiqué plus haut, la norme contient une définition large du concept de " marché " qui englobe tant les Bourses que les SNA. La définition de SNA souligne certaines caractéristiques qui, selon les ACVM, font en sorte qu'une entité doit être régie comme une Bourse. Ces caractéristiques sont : fournir une fonction de cotation, réglementer un marché, sanctionner des souscripteurs selon un code de discipline, ou procurer une garantie de liquidité par des intermédiaires comme des mainteneurs de marché professionnels. Selon la partie 3 de l'instruction, un marché qui inscrit des titres à sa cote, procure une garantie de liquidité, impose des sanctions disciplinaires à des participants au marché ou applique une réglementation sur un marché, doit faire une demande de reconnaissance à titre de Bourse. Aux termes du paragraphe 6.4(1) de la norme, le SNA doit aviser l'autorité en valeurs mobilières concernée avant de commencer à exercer l'une de ces fonctions; il doit donc présenter une demande afin d'être reconnu à titre de Bourse.

L'exercice d'activités de courtage traditionnelles n'entre pas dans le concept de marché (et, par conséquent, il ne constitue pas une caractéristique d'une Bourse ou d'un SNA) parce qu'il ne consiste pas à jumeler des ordres d'achat et de vente multiples par l'application de méthodes d'exécution d'ordres non discrétionnaires. Le courtier qui utilise des systèmes internes pour négocier et traiter les ordres de ses clients n'est ni un SNA ni un marché s'il exerce un pouvoir discrétionnaire ou un jugement sur les ordres de ses clients. Constituent notamment des systèmes qui n'utilisent pas des méthodes non discrétionnaires les pupitres de négociation en bloc traditionnels qui exercent un pouvoir discrétionnaire et engagent fréquemment des capitaux pour combler les besoins de la clientèle.

Aux termes du paragraphe 2.1(5) de l'instruction, un système ne peut pas non plus être reconnu comme un marché dans les circonstances où un émetteur vend ses propres titres (un seul vendeur, plusieurs acheteurs), où un système est utilisé seulement pour l'acheminement des ordres, et si le système est un tableau d'affichage.

Le paragraphe 6.5(1) de la norme décrit un autre critère qui, de l'avis des ACVM, ferait qu'un marché devrait être reconnu à titre de Bourse. Si le volume de transactions sur le marché atteint 40 pour cent de la valeur moyenne quotidienne pour un type de titres, en dollars, du volume de transactions pour ce type de titres négociés au Canada, les ACVM détermineront, selon le niveau de transactions sur le système, et selon que tous les épargnants y ont accès, si le système doit être considéré comme une Bourse et, par conséquent, être réglementé à ce titre. Les ACVM considèrent qu'un système de négociation qui atteint ce seuil est en position pour être le marché dominant dans des segments importants du marché des valeurs mobilières. Ce seuil doit être établi d'après au moins trois des quatre trimestres civils précédents du SNA. Le SNA doit aviser l'autorité en valeurs mobilières concernée dès qu'il atteint ce seuil.

Question 1 : Est-ce que 40 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions pour tout type de titres négociés au Canada est un seuil approprié ou devrait-il être diminué (p. ex., à 10 pour cent ou 20 pour cent)?

Un autre seuil de volume est prévu à l'alinéa 6.5(1)b) de la norme. Si le volume de transactions sur le marché atteint 50 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions sur un titre et 5 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions sur un type de titres négociés au Canada, les ACVM détermineront si le système doit être considéré comme une Bourse et, par conséquent, être réglementé à ce titre. Les ACVM

considèrent que si un système de négociation atteint ce seuil, il est en position pour être un marché dominant en réalisant un volume de transactions substantiel pour une émission particulière, et les ACVM détermineront si le système doit être réglementé comme une Bourse. Comme il est indiqué ci-dessus, un SNA doit aviser l'autorité en valeurs mobilières concernée dès qu'il atteint ce seuil pour au moins trois des quatre trimestres civils précédents. Les ACVM se demandent actuellement s'il y a lieu de maintenir cette exigence et elles sollicitent expressément des commentaires à cet égard.

Question 2 : Est-ce que les ACVM devraient maintenir le deuxième seuil de volume à l'alinéa 6.5(1)b) de la norme, soit un volume atteignant 50 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions sur un titre et 5 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions sur un type de titres négociés au Canada?

Les ACVM exigent que le SNA avise l'autorité en valeurs mobilières concernée dès que les seuils de volume susmentionnés sont atteints. Les seuils de volumes tiennent compte des transactions effectuées tant au Canada qu'à l'étranger. Les ACVM sollicitent des observations sur la faisabilité du calcul du seuil par un SNA, en particulier pour ce qui est des transactions effectuées sur des marchés étrangers.

Question 3 : Est-il réaliste d'exiger d'un SNA qu'il calcule le seuil de volume pour ses transactions sur des marchés étrangers?

2. Reconnaissance des Bourses ainsi que des systèmes de cotation et de rapport d'opérations

La partie 5 de l'instruction porte sur les facteurs dont un territoire tiendrait compte à l'intérieur du processus de reconnaissance. Les Bourses qui sont reconnues comme telles actuellement sont assujetties à certaines obligations et exigences d'ordre réglementaire qui leur sont imposées par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières. Les exigences prévues à la partie 5 correspondent, pour la plupart, aux normes auxquelles les autorités canadiennes en valeurs mobilières et certains organismes de réglementation étrangers ont astreint et astreignent actuellement les marchés reconnus. Ces normes, toutefois, ne sont pas prévues dans la législation en valeurs mobilières. Dans le cadre des discussions sur la question des SNA, il a été proposé que, dans l'hypothèse où les SNA seraient finalement autorisés à fonctionner à titre de Bourses, les normes de reconnaissance à titre de Bourse et les exigences applicables aux Bourses soient alors énoncées clairement. Les exigences applicables aux Bourses reconnues et aux systèmes reconnus de cotation et de rapport d'opérations sont énoncées dans la partie 5 de la norme. Les parties 7 à 11 de la norme prévoient certaines exigences nouvelles qui seront applicables à tous les marchés. Se reporter à l'analyse ci-dessous.

3. Choix de régie offerts aux SNA

Aux termes de la norme, un SNA n'est pas un système de cotation et de rapports d'opérations reconnu ni une Bourse reconnue. Par conséquent, le SNA qui demande sa reconnaissance à titre de Bourse ne sera plus considéré comme un SNA. Conformément à l'article 2.1 de la norme, le SNA qui est membre d'une Bourse reconnue est exclu de l'application de la norme. L'article 6.1 de la norme établit le cadre réglementaire applicable aux SNA qui ne sont pas considérés comme une Bourse ou un système de cotation et de rapport d'opérations et qui ne sont pas membres d'une Bourse reconnue. Ainsi, un SNA peut demander sa reconnaissance à titre de Bourse, devenir membre d'une Bourse et être réglementés à ce titre, ou s'inscrire en qualité de courtiers membres d'une " autorité d'autoréglementation " (au sens de l'article 1 de la norme). À l'heure actuelle, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (l'" ACCOVAM ") est le seul organisme pouvant être reconnu comme entité d'autoréglementation. Si un SNA devient membre de l'ACCOVAM, il sera assujéti aux exigences additionnelles applicables aux SNA (énoncées à la partie 6 de la norme) et aux marchés (énoncées aux parties 7 à 11 de la norme).

À moins d'être reconnu à titre de Bourse, un SNA ne sera pas assujéti aux exigences prévues aux parties 3, 4 et 5 de la norme, qui s'appliquent uniquement aux Bourses reconnues ou aux systèmes reconnus de cotation et de rapport d'opérations. En effet, aux termes de la norme, les Bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de rapport d'opérations ne sont pas considérés comme des SNA.

4. Exigences réglementaires applicables aux SNA qui décident de ne pas demander leur reconnaissance à titre de Bourse ou membre d'une Bourse

Les SNA ne pourront négocier que des " titres SNA ", qui sont, au sens de la partie 1 de la norme, des titres d'un émetteur assujéti, des produits dérivés de ces titres, des titres d'emprunt émis par le gouvernement, ou des titres inscrits ou cotés sur les marchés étrangers qui sont énumérés dans une annexe de la norme. Lorsque tous les territoires auront le pouvoir d'établir des règles ou des règlements visant les contrats à terme de marchandises, les ACVM entendent élargir cette définition de sorte qu'elle vise également les contrats à terme de marchandises négociés en Bourse. Les ACVM sollicitent des observations sur la limitation des titres d'un émetteur assujéti négociés sur un SNA aux titres cotés sur une Bourse reconnue. Cela empêcherait l'établissement d'un SNA qui transigerait des titres d'émetteurs assujétis cotés ou rapportés sur CDN.

Question 4 : Devrait-on limiter les transactions sur les SNA aux titres d'émetteurs assujétis qui sont cotés sur une Bourse reconnue ?

Les ACVM sollicitent expressément des observations pour déterminer quels marchés étrangers devraient être énumérés dans l'annexe de la norme.

Question 5 : Quels marchés étrangers devraient être énumérés dans l'annexe de la norme?

Les exigences applicables aux SNA qui ne sont pas reconnus à titre de Bourses ou qui ne sont pas membres d'une Bourse sont énoncées à la partie 6 de la norme. Aux termes de l'article 6.1, les SNA doivent être inscrits à titre de courtiers et être membres d'une entité d'autoréglementation qui régit ses membres et qui n'est pas une Bourse. Les exigences en matière d'information initiale, d'information continue et d'information en cas d'arrêt des activités de SNA sont énoncées aux articles 6.2 et 6.3. De plus, aux termes du paragraphe 6.4(1), un SNA doit aviser l'autorité en valeurs mobilières concernée lorsqu'il commence à exercer des fonctions que les ACVM considèrent généralement comme étant celles d'une Bourse.

Aux termes de l'article 6.6, une personne ou une société qui exploite un SNA n'a pas le droit d'agir comme contrepartiste. Les ACVM craignaient que, sans cette interdiction, les courtiers ayant un fort volume de transactions envisagent de ne plus passer par les Bourses, et de fonctionner comme un SNA. Les ACVM ont donc inclus cette restriction après avoir constaté que la plupart des systèmes en fonction aux États-Unis agissaient à titre de mandataires. Les ACVM estiment que cette exigence permettra de maintenir des règles du jeu équitables. Les ACVM sollicitent expressément des observations sur la nécessité de prévoir une dispense minimale pour les opérations de contrepartie pour encourager les courtiers à investir dans les SNA. Une restriction fondée sur le volume total de transactions (p. ex., un seuil de 10 pour cent du volume de transactions du SNA serait permis pour les transactions de contrepartie d'un courtier participant) ou basée sur le pourcentage de participation dans un SNA (p. ex., un seuil de 10 pour cent de participation dans un SNA) pourrait être utilisée.

Question 6 : Faudrait-il prévoir une dispense minimale pour les opérations de contrepartie afin d'encourager les courtiers à investir dans les SNA?

5. Exigences applicables aux marchés quant à la consolidation de l'information et à l'intégration des marchés

Afin de minimiser les problèmes que pourrait causer le fait qu'un même titre soit négocié sur différents marchés, les parties 7 et 8 de la norme contiennent respectivement des exigences de transparence de l'information pour les marchés et des exigences d'intégration des marchés. Ces exigences ont pour but de préserver les avantages d'un marché centralisé tout en tirant parti de la technologie. L'objectif est de permettre aux épargnants d'avoir accès au meilleur prix sur un ordre passé au Canada. Pour plus de détails, il y a lieu de se reporter au plan de consolidation.

La partie 7 de la norme porte sur les exigences de transparence de l'information. L'information pré-transaction (article 7.1) et l'information post-transaction (article 7.2) doivent être communiquées au "consolidateur de données" en temps réel. Comme décrit dans le plan de consolidation, la fonction de consolidateur de données sera exercée par la personne ou la société que les ACVM auront choisie pour consolider l'information pré-transaction et l'information post-transaction. Se reporter à la partie C du présent avis pour plus de détails sur la façon dont les ACVM entendent s'y prendre pour sélectionner le consolidateur de données et comment elles entendent mettre en œuvre la consolidation de l'information.

Aux termes de l'article 7.1, un marché (les Bourses reconnues, les systèmes reconnus de cotation et de rapport d'opérations et les SNA) qui affiche des ordres est tenu de communiquer au consolidateur de données les informations relatives à ces ordres sous forme de volume total divulgué pour chacun des cinq meilleurs niveaux de cours pour chaque titre négocié. Le volume divulgué désigne la partie d'un ordre qui est affichée sur le marché. Les volumes qui ne sont pas divulgués ou qui sont "réservés" ou cachés n'ont pas à être affichés. Aux termes de l'article 7.2, le marché est tenu de fournir des informations sur toutes les opérations exécutées (que les ordres aient été divulgués ou non), notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de la transaction.

Dans la partie 1 de la norme, un "ordre" est défini comme étant une indication ferme d'acheter ou de vendre un titre. La partie 6 de l'instruction contient d'autres indications permettant de déterminer ce qui constitue un "ordre" pour l'application de la norme. Aux termes de la partie 9 de la norme, si les frais de transaction sont supérieurs à 0,005 \$ par titre acheté ou vendu, ceux-ci doivent être inclus dans le cours affiché par le consolidateur de données. Les parties sont alors en mesure de déterminer si le cours affiché correspond réellement au meilleur cours coté, compte tenu des frais de transaction.

Conformément à la partie 8 de la norme, un marché doit permettre l'accès, aux fins d'exécution, à tous les ordres qu'il a affichés par l'intermédiaire du consolidateur de données. L'intégration des marchés vise à conférer aux acheteurs ou aux vendeurs sur un marché le droit et la capacité d'accéder au meilleur cours offert sur un autre marché, que ces acheteurs ou vendeurs soient ou non des participants au marché sur ce système. L'ordre sera exécuté selon les règles d'exécution (algorithmes) du marché qui l'a reçu (le marché où est passé l'ordre passif). Se reporter au paragraphe 8.1(2) de la norme et à l'article 11.1 de l'instruction pour de plus amples explications. Aux termes du paragraphe 8.1(3) de la norme, le marché doit fournir un "accès équivalent" de sorte que l'accès soit réel. L'article 11.2 de l'instruction donne plus de précisions sur le sens à donner à ce terme. Plus particulièrement, aux termes du paragraphe 11.2(2), l'utilisation d'une technologie différente pour exécuter des ordres, un temps de réaction plus lent à l'égard des ordres passés par des non-participants ou l'imposition de droits ayant pour effet de créer des obstacles à l'accès au marché sont interdits. Toutefois, les ordres assortis de conditions d'exécution justifiables sur le plan commercial (notamment une limite, une quantité minimale ou une livraison au comptant ou différée) sont, bien entendu, permis.

6. Exigences en matière de tenue de registres et de capacité et d'intégrité des systèmes

Les exigences en matière de tenue de registres permettent aux autorités canadiennes en valeurs mobilières d'exercer un contrôle de conformité à l'égard de la norme. Les exigences de capacité

et d'intégrité des systèmes sont nécessaires pour réduire les risques de perturbations sur le marché canadien causées par un marché important qui n'aurait pas la capacité voulue ou des mesures appropriées de sauvegarde ou de récupération des données. Ces exigences ont pour but de promouvoir et de maintenir l'intégrité des marchés et la confiance à leur égard.

La partie 10 de la norme impose aux marchés d'autres exigences de tenue de registres concernant l'identification des participants et les relevés quotidiens des transactions, y compris les registres chronologiques contenant les données relatives aux ordres.

La partie 11 de la norme précise les exigences en matière d'estimations de la capacité, de tests avec charge élevée des systèmes critiques, de procédures de révision pour le développement des systèmes, de planification d'urgence et d'examen indépendant annuel. Ces exigences s'appliqueront aux Bourses reconnues, aux systèmes reconnus de cotation et de rapport d'opérations, ainsi qu'aux SNA dont la taille atteint 20 % du volume quotidien des transactions, en dollars, à l'égard de tout type de titres. La partie 13 de l'instruction donne d'autres indications sur la mise en application de ces exigences. Par le passé, les marchés n'étaient pas assujettis à de telles exigences. Les ACVM estiment toutefois que, compte tenu du rôle de plus en plus important que joue la technologie, l'imposition de ces exigences constitue une saine pratique d'affaires : elles sont rendues nécessaires pour s'assurer de l'intégrité du marché canadien des capitaux. Il est possible que, dans le futur, l'application de ces exigences d'intégrité des systèmes aux courtiers et aux fournisseurs de services soit considérée.

7. Exercer des activités à titre de SNA dans un territoire

Les ACVM estiment nécessaire de déterminer si un SNA exerce des activités dans un territoire; en l'occurrence, le SNA serait tenu de se conformer à la norme et aux règles sur les opérations. Les ACVM sollicitent des observations quant au bien-fondé de considérer un SNA comme " exerçant des activités dans ce territoire ", plutôt que " permettant un accès à distance ", du simple fait qu'il ait mis en place des terminaux ou donné accès à un réseau au sein d'un territoire, et sur les circonstances à prendre en compte en pareil cas. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières examinent cette question dans le contexte d'un accès à distance à des systèmes de négociation situés au Canada et à l'étranger.

a) SNA canadiens exerçant des activités dans un territoire

Le personnel des territoires représentés au sein des ACVM (le " personnel des ACVM ") estime que ce sont l'étendue et la nature du contact avec les épargnants qui devraient permettre de déterminer si un SNA exerce des activités dans un territoire. Autrement dit, si un SNA donne aux épargnants accès à son système directement, qu'il commercialise ses services auprès des épargnants ou qu'il donne à ces derniers une formation, il exerce alors des activités dans tout territoire où ces épargnants résident. Toutefois, si le SNA ne traite qu'avec les courtiers inscrits dans le territoire (ci-après, un " accès à distance "), il ne sera alors assujetti qu'aux exigences réglementaires de son territoire d'origine (ci-après, la " méthode du territoire d'origine "). Quant au SNA canadien qui exerce des activités dans un autre territoire canadien, le territoire d'origine sera celui où est situé son siège social, comme indiqué dans le formulaire 21-101F2.

Si l'épargnant n'a accès au SNA que par l'intermédiaire d'un courtier inscrit localement, il jouit d'une protection suffisante du fait des lois et exigences d'inscription locales, en particulier si le courtier est membre d'un organisme d'autoréglementation reconnu dans le territoire local. De plus, si le SNA est réglementé dans son territoire d'origine, l'épargnant tirera également parti indirectement (et peut-être même directement) des exigences réglementaires imposées dans le territoire d'origine.

Le personnel des ACVM estime que la méthode du territoire d'origine est particulièrement efficace si le territoire d'origine est un autre territoire canadien et si tous les territoires représentés au sein des ACVM adoptent la norme et les règles sur les opérations. Dans un tel cas, les exigences réglementaires seront les mêmes, mais les exigences en matière d'information et de surveillance seront rationalisées.

Question 7 : Quels types d'activités devraient amener les ACVM à conclure qu'un SNA exerce des activités dans un territoire?

Question 8 : Quelles restrictions devraient être imposées aux activités exercées par un SNA dans le territoire d'un courtier si les ACVM adoptent la méthode du territoire d'origine?

Question 9 : Quelles autres méthodes les ACVM devraient-elles envisager, le cas échéant?

b) SNA étrangers exerçant des activités dans un territoire

Ces dernières années, plusieurs systèmes de négociation hors du Canada ont voulu donner accès à leurs installations de négociation. Dans certaines circonstances, des systèmes de négociation ont été autorisés à installer des terminaux au Canada. Par exemple, en septembre 1995, Instinet U.S. a pu s'inscrire à titre de courtier international et fournir des terminaux à des institutions financières désignées de l'Ontario (*Ontario Designated Institutions* au sens du *Règlement 1015* pris en application de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario)) pour négocier directement sur le réseau d'Instinet des titres étrangers qui ne sont pas inscrits à la cote d'une Bourse canadienne. Cet arrangement a été autorisé jusqu'à ce que les questions entourant les SNA soient réglées dans le cadre d'une politique plus large.

Les ACVM ont examiné différentes solutions de rechange pour régler ces questions. À l'heure actuelle, les autorités canadiennes en valeurs mobilières tentent de déterminer si une méthode semblable à celle qui est susmentionnée est appropriée pour les systèmes de négociation qui sont situés et réglementés hors du Canada. Autrement dit, si un SNA étranger permet aux épargnants d'avoir accès à son système directement, qu'il commercialise ses services auprès de ces derniers ou qu'il leur donne une formation dans un territoire donné, ce SNA exerce des activités dans tout territoire où les épargnants résident. À l'heure actuelle, un courtier canadien communique avec un courtier étranger pour exécuter l'ordre d'un client sur un marché étranger. Les autorités canadiennes permettent ce genre d'arrangement à la condition que l'opération soit exécutée par un intermédiaire réglementé dans le territoire étranger. Les ACVM sollicitent des observations sur des questions relatives aux SNA étrangers qui exercent des activités dans un territoire.

Question 10 : Est-ce qu'un SNA étranger devrait nécessairement être une entité réglementée dans son territoire d'origine? En pareil cas, est-ce qu'il devrait être réglementé aux termes des lois sur les valeurs mobilières de son territoire d'origine?

Question 11 : Est-ce que l'accès aux SNA étrangers devrait se faire par l'intermédiaire d'un courtier canadien qui communique avec un courtier qui est réglementé dans le territoire étranger (territoire d'origine du SNA étranger)?

Question 12 : Est-ce que cette méthode devrait être limitée aux territoires d'origine acceptables et, en l'occurrence, quels territoires devraient être jugés acceptables?

c) Acheminement des ordres et accès à distance

Certains courtiers se contentent d'acheminer les ordres; ainsi, le principal service qu'ils fournissent est la technologie permettant à un client de diriger son ordre vers un marché pour qu'il

y soit exécuté. Ces courtiers sont quand même tenus de s'acquitter des mêmes obligations d'inscription que les autres courtiers inscrits, mais leur niveau de service peut différer considérablement par rapport à celui d'un courtier traditionnel. Le rôle de ces courtiers se résume en fait à fournir un lien de communication.

Le personnel des ACVM se demande si la nature des activités du courtier devrait être prise en considération pour permettre l'accès à distance sans autre réglementation du SNA étranger. Par exemple, les ACVM devraient-elles permettre l'accès à distance par l'intermédiaire d'un courtier qui n'offre pas des services de conseils en placement?

Question 13 : Est-ce que l'application de la méthode du territoire d'origine devrait dépendre de la nature des activités qui sont exercées par le courtier inscrit dans le territoire de résidence de l'épargnant?

Question 14 : Est-ce que la réponse à la question ci-dessus devrait varier selon que le territoire d'origine est un autre territoire canadien ou un territoire étranger?

Le personnel des ACVM se demande aussi si la méthode du territoire d'origine devrait être autorisée uniquement si la seule activité et le seul objectif du courtier consistent à acheminer les ordres d'un client à un SNA situé dans un territoire étranger. Est-ce que les ACVM devraient permettre à un courtier de se constituer comme filiale canadienne d'un SNA étranger selon un modèle d'accès à distance, ou est-ce que le courtier canadien devrait nécessairement être indépendant du SNA?

Question 15 : Est-ce que l'application de la méthode du territoire d'origine devrait dépendre du fait que le courtier inscrit canadien fait partie ou non du même groupe que le SNA?

L'inscription à titre de courtier international ("international dealer") en Ontario offre un autre exemple. Le personnel des ACVM sait que les marchés étrangers tentent de permettre l'accès à leurs marchés par l'intermédiaire de courtiers étrangers qui sont inscrits à titre de courtiers internationaux en Ontario. Ces courtiers internationaux acheminent les ordres aux membres de leurs groupes dans le territoire étranger où est situé le marché. Bien que les activités de ces courtiers soient limitées, leurs obligations réglementaires le sont également. Les ACVM sollicitent des observations quant au caractère opportun de permettre l'accès à distance par l'intermédiaire de courtiers internationaux ou d'autres catégories de courtiers qui ne sont pas membres d'un organisme d'autoréglementation.

Question 16 : Est-ce que l'accès à distance devrait être réservé aux courtiers qui sont membres d'un organisme d'autoréglementation?

B. RÈGLES D'OPÉRATIONS APPLICABLES À TOUS LES MARCHÉS –CONTENU ET BUT

À l'heure actuelle, chacune des Bourses reconnues et établies a adopté des règles d'opérations qui visent à établir des pratiques de négociation justes et équitables et à empêcher l'adoption de pratiques de négociation abusives et trompeuses. Si les SNA devaient être autorisés à fonctionner indépendamment des marchés reconnus, ils devraient tout de même suivre des

règles de négociation semblables à l'égard de leurs participants au marché. Toutefois, dans un contexte de concurrence, les règles applicables aux SNA ne devraient pas être établies par d'autres participants au marché. Par conséquent, les ACVM doivent établir des règles d'opérations uniformes qui devront être suivies par tous les marchés. La norme canadienne 23-101 *Règles sur les opérations* (les "règles sur les opérations") et l'instruction complémentaire 23-101IC établissent des règles d'opérations uniformes qui s'appliqueront à tous les marchés. Les règles sur les opérations n'interdisent pas aux marchés d'adopter des règles additionnelles.

Les règles sur les opérations proposées visent deux sphères importantes de la pratique de négociation sur nos marchés. Premièrement, elles empêcheront les participants de manipuler les cours ou d'agir dans le but de tromper, par exemple, par l'imposition de certaines conditions pour la vente à découvert. La vente à découvert peut être bonne pour le marché, parce qu'elle permet de le stabiliser et d'empêcher la volatilité des cours. Dans certains cas, toutefois, elle peut être nuisible si elle sert à manipuler les cours. Les règles sur la vente à découvert visent à maintenir un certain équilibre entre les avantages et les inconvénients à cette politique. À l'heure actuelle, les règles sur la vente à découvert varient d'une Bourse canadienne à l'autre. La Bourse de Toronto, la Bourse de Montréal et la Bourse de l'Alberta utilisent une règle de l'"écart de zéro moins", alors que la Bourse de Vancouver applique une règle de l'"écart de zéro plus". Les autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment que la norme plus élevée sur la vente à découvert, c'est-à-dire la règle de l'"écart de zéro plus", permet d'améliorer la stabilité du marché en plus d'être conforme aux pratiques et aux règles actuellement en vigueur sur les marchés américains.

Les règles sur les opérations établissent également des normes de qualité d'exécution des ordres de clients et des normes d'équité et de conduite pour tous les marchés. Plus particulièrement, ces règles établissent que les ordres des participants passés sur un marché doivent être traités en priorité et elles interdisent les transactions par compensation sur l'offre d'achat ou de vente existant avant d'avoir respecté un ordre ayant priorité de rang. De plus, elles interdisent les opérations pour le compte de clients qui visent moins de 10 000 actions, à moins que le contrepartiste ne donne au client un meilleur prix que celui qu'il aurait obtenu sur le marché actuel. Les ACVM ont été particulièrement sensibles au rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto sur la fragmentation, et ont elles aussi conclu que l'adoption de règles inspirées par une recherche de bénéfices à court terme pour les firmes membres avait nui au mécanisme de révélation des cours sur nos marchés et avait de lourdes répercussions sur la stabilité de nos marchés des capitaux.

C. LE PLAN DE CONSOLIDATION

Généralités

Les ACVM considèrent comme important d'établir une structure qui, à la fois, permette aux différents marchés de se livrer concurrence et préserve les avantages d'un marché centralisé. Comme le partage des opérations entre plusieurs marchés ne va pas sans une fragmentation, il est essentiel que les marchés soient consolidés afin de limiter cette fragmentation. Le plan de consolidation prévoit une stratégie de consolidation détaillée qui ferait en sorte que tous les épargnants aient accès à l'information sur tous les marchés en plus d'avoir accès au meilleur prix disponible sur l'ensemble des marchés.

Le plan de consolidation propose la création d'une fonction de consolidateur de données, dont le titulaire serait choisi par les ACVM à la suite d'un appel de proposition. Tous les marchés devraient communiquer de l'information pré-transaction et post-transaction au consolidateur de données. Ce dernier distribuerait une base de données canadienne consolidée contenant l'information reçue de ces marchés.

Le plan de consolidation prévoit également une intégration graduelle des marchés. Dans le cadre de la Phase 1 de l'intégration, chaque SNA se relierait à un marché principal pour les titres négociés dans son système. Dans le cadre de la Phase 2, un réseau d'interconnexion serait établi

entre les SNA et le ou les marchés principaux par l'intermédiaire d'un intégrateur de marchés. L'intégrateur de marchés pourrait également être choisi à l'issue d'un appel de proposition après la mise en œuvre de la Phase 1.

Le plan de consolidation propose un cadre d'établissement d'un système de marché centralisé qui réunirait les avantages respectifs des nouvelles technologies alternatives et des structures de marché traditionnelles.

Questions relatives à la consolidation

(i) *Négociation après les heures d'ouverture – restrictions applicables au prix*

Pendant les heures normales d'ouverture du marché principal, les Bourses, les systèmes de cotation et de rapport d'opérations et les SNA participants communiqueront des données pré-transaction et post-transaction au consolidateur de données, sous réserve de la politique applicable sur les transactions hors cours. Après ces heures normales d'ouverture, les SNA pourront effectuer des opérations mais devront fournir au consolidateur de données de l'information sur les cours et les opérations. Plusieurs importants marchés américains ont annoncé leur intention d'étendre leurs négociations en soirée. Dans ce cas, il est fort probable que les Bourses canadiennes emboîteront le pas.

Les ACVM sollicitent des observations sur deux aspects de la négociation après les heures d'ouverture des marchés :

Question 17 : Devrait-on permettre aux SNA d'effectuer des opérations après les heures d'ouverture du marché principal, ou faudrait-il les obliger à s'en tenir aux heures d'ouverture normale de ce marché? Si les Bourses étendent la négociation en soirée, est-ce que cela devrait changer ?

Question 18 : Les SNA devraient-ils exercer leurs activités pendant la période de pré-ouverture du marché principal, ou faudrait-il établir une période d'inactivité tant que le marché principal n'est pas ouvert pour négociation?

Selon le plan de consolidation, le consolidateur de données relèverait d'un comité directeur. Les ACVM proposent que le comité directeur se concerte et détermine les nouvelles heures de négociation après les heures d'ouverture, le contenu des données à produire pour ces heures, ainsi que les arrangements nécessaires pour l'ouverture du marché et la maintenance du système et (ou) pour la période d'inactivité prévue.

(ii) *Profondeur du marché*

L'article 7.1 de la norme et le plan de consolidation prévoient que les données consolidées comprendront, notamment, le volume pour chacun des cinq meilleurs cours acheteurs et vendeurs cotés sur chaque marché pour un titre négocié. Cette exigence est semblable à celle qui consiste actuellement au Canada pour la plupart des Bourses à afficher cinq niveaux de cours. Les ACVM ont également envisagé les possibilités suivantes : a) afficher uniquement les meilleurs cours acheteur et vendeur, comme c'est le cas aux États-Unis (meilleur cours acheteur et meilleur cours vendeur à l'échelle nationales : *NBBO* ou *National Best Bid and Offer*), ou b) afficher le volume et le cours pour tous les niveaux de cours.

Pour les participants au marché, le fait de n'afficher que les meilleurs cours acheteur et vendeur leur donne accès à moins d'information, étant donné qu'un seul niveau de cours est affiché pour chaque côté du marché. L'approche "meilleur cours acheteur et meilleur cours vendeur à l'échelle nationale" est celle qu'a adoptée la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis, et elle remonte à la mise en place du National Market System, époque où la technologie était moins avancée et les registres électroniques peu répandus au sein des Bourses.

Le fait d'afficher les cinq meilleurs niveaux de cours fournit des informations plus complètes sur le marché et est conforme aux pratiques traditionnelles suivies au Canada. Si l'affichage était limité à cinq niveaux de cours, les participants au marché de chaque système auraient quand même plein accès au registre d'ordres de leur propre système, et il resterait avantageux d'être membre de systèmes.

Question 19 : Est-ce que l'affichage des données devrait inclure le volume pour chacun des cinq meilleurs niveaux de cours acheteur et vendeur pour chaque système participant?

(iii) Choix de l'agent responsable compte tenu de la restructuration des Bourses

La réglementation des marchés (règles, surveillance et application) a traditionnellement été l'apanage des Bourses. Toutefois, dans un contexte où les SNA feraient concurrence aux Bourses, il serait nécessaire d'établir un mécanisme des marchés prévoyant la réglementation directe des SNA. Étant donné que les SNA entreraient en concurrence avec les Bourses, les ACVM devront prévoir un cadre global qui intègre les SNA dans la structure de surveillance des marchés sans nuire à leur capacité de livrer concurrence aux Bourses.

La réglementation des marchés pourrait être appliquée soit par les ACVM, une Bourse existante, un OAR existant, tel que l'ACCOVAM, ou un nouvel OAR établi à cette fin. Le titulaire de cette responsabilité sera choisi parmi les organismes les plus aptes à s'acquitter de cette fonction et ceux qui disposent des meilleures ressources pour l'exercer avec succès. En outre, la réglementation des marchés ne devra pas nuire au fonctionnement d'un participant au marché en créant des conflits d'intérêts.

Les ACVM ont longuement débattu de cette question et, à défaut pour le moment d'une autre option de réglementation acceptable au Canada, elles ont prévu les dispositions suivantes en matière de réglementation des marchés.

1. Les ACVM adopteront les règles sur les opérations comme cadre réglementaire uniformisé et structuré des pratiques de négociation sur tous les marchés présents au Canada.
2. Tout SNA qui décidera de devenir membre de l'ACCOVAM devra conclure une entente avec la Bourse de son choix pour que la Bourse soit responsable de la surveillance et de l'application de ces règles à son égard. Ainsi, chaque SNA aura un certain pouvoir quant au choix du titulaire de ces fonctions de surveillance et les Bourses auront la possibilité de répartir les coûts de surveillance du marché aux SNA pour qui elles exerceront ces fonctions. Les ACVM seront responsables de la supervision des litiges entre les Bourses et les SNA quant à l'exécution de ces fonctions.
3. Lorsque des titres seront négociés sur plusieurs Bourses et qu'ils feront l'objet d'une surveillance réglementaire par ces Bourses, celles-ci devront assurer la coordination des activités de surveillance et d'application des règles au nom du SNA de sorte que les règles sur les opérations s'appliquent à tous les systèmes participants.

Le présent projet s'inspire de la structure d'intercotation des titres qui existe actuellement au Canada. Toutefois, si le projet de restructuration des Bourses était adopté, chaque titre émis ne serait négocié que sur une seule Bourse. Ce nouveau modèle aurait des répercussions sur la fonction de surveillance réglementaire des SNA. Les ACVM sollicitent des observations sur les questions suivantes :

Question 20 : Un SNA devrait-il être tenu de conclure une entente avec la Bourse où un titre est coté ou devrait-il encore pouvoir choisir les Bourses qui exerceront les fonctions de réglementation du marché? Cette question devrait être examinée selon les deux points de vue suivants : avant et après la restructuration des Bourses.

Question 21 : Si les SNA étaient autorisés à négocier tous les types d'actions cotées (de petites et de grandes entreprises), devraient-ils être tenus de conclure une entente de surveillance avec les deux Bourses ou seulement l'une des deux? Cette question devrait être examinée selon les deux points de vue suivants : avant et après la restructuration des Bourses.

(iv) Suspensions réglementaires

Les ACVM se demandent s'il est approprié d'exiger qu'un SNA suspende les transactions sur un titre lorsqu'il y a une suspension réglementaire par le marché sur lequel le titre est inscrit ou coté. Les ACVM suggèrent que, durant toute suspension réglementaire, le consolidateur de données cesse de transmettre l'information relative à ce titre jusqu'à ce que la suspension soit levée par le marché sur lequel le titre est inscrit ou coté et que le titre soit entré dans une période de pré-ouverture.

Question 22 : Devrait-on imposer des restrictions aux SNA lorsqu'une suspension réglementaire est imposée par le marché sur lequel un titre est inscrit ou coté ? Quelle est l'importance si la suspension est imposée par un système de cotation et de rapports d'opérations reconnu ?

(v) Concurrence

Les SNA se veulent des marchés distincts concurrents des bourses. La concurrence vise à favoriser l'innovation et à encourager les marchés à offrir de meilleurs services et de nouvelles possibilités à leurs membres et aux souscripteurs. Une saine concurrence entre les participants au marché devrait encourager les projets novateurs dont bénéficieraient les investisseurs.

Question 23 : Le projet actuel permet-il aux SNA de fonctionner indépendamment des Bourses et d'offrir des services et des marchés concurrents ?

D. SOLLICITATION D'OBSERVATIONS PRÉCISES

En résumé, les ACVM sollicitent des observations sur les questions suivantes :

- Question 1 : Est-ce que 40 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions pour tout type de titres négociés au Canada est un seuil approprié ou devrait-il être diminué (p. ex., à 10 pour cent ou 20 pour cent)?
- Question 2 : Est-ce que les ACVM devraient maintenir le deuxième seuil de volume à l'alinéa 6.5(1)b) de la norme, soit un volume atteignant 50 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions sur un titre *et* 5 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions sur un type de titres négociés au Canada?
- Question 3 : Est-il réaliste d'exiger d'un SNA qu'il calcule le seuil de volume pour ses transactions sur des marchés étrangers?
- Question 4 : Devrait-on limiter les transactions sur les SNA aux titres d'émetteurs assujettis qui sont cotés sur une Bourse reconnue ?
- Question 5 : Quels marchés étrangers devraient être énumérés dans l'annexe de la norme?
- Question 6 : Faudrait-il prévoir une dispense minimale pour les opérations de contrepartie afin d'encourager les courtiers à investir dans les SNA?
- Question 7 : Quels types d'activités devraient amener les ACVM à conclure qu'un SNA exerce des activités dans un territoire?
- Question 8 : Quelles restrictions devraient être imposées aux activités exercées par un SNA dans le territoire d'un courtier si les ACVM adoptent la méthode du territoire d'origine?
- Question 9 : Quelles autres méthodes les ACVM devraient-elles envisager, le cas échéant?
- Question 10 : Est-ce qu'un SNA étranger devrait nécessairement être une entité réglementée dans son territoire d'origine? En pareil cas, est-ce qu'il devrait être réglementé aux termes des lois sur les valeurs mobilières de son territoire d'origine?
- Question 11 : Est-ce que l'accès aux SNA étrangers devrait se faire par l'intermédiaire d'un courtier canadien qui communique avec un courtier qui est réglementé dans le territoire étranger (territoire d'origine du SNA étranger)?
- Question 12 : Est-ce que cette méthode devrait être limitée aux territoires d'origine acceptables et, en l'occurrence, quels territoires devraient être jugés acceptables?
- Question 13 : Est-ce que l'application de la méthode du territoire d'origine devrait dépendre de la nature des activités qui sont exercées par le courtier inscrit dans le territoire de résidence de l'épargnant?
- Question 14 : Est-ce que la réponse à la question ci-dessus devrait varier selon que le territoire d'origine est un autre territoire canadien ou un territoire étranger?

- Question 15 : Est-ce que l'application de la méthode du territoire d'origine devrait dépendre du fait que le courtier inscrit canadien fait partie ou non du même groupe que le SNA?
- Question 16 : Est-ce que l'accès à distance devrait être réservé aux courtiers qui sont membres d'un organisme d'autoréglementation?
- Question 17 : Devrait-on permettre aux SNA d'effectuer des opérations après les heures d'ouverture du marché principal, ou faudrait-il les obliger à s'en tenir aux heures d'ouverture normale de ce marché? Si les Bourses étendent la négociation en soirée, est-ce que cela devrait changer ?
- Question 18 : Les SNA devraient-ils exercer leurs activités pendant la période de pré-ouverture du marché principal, ou faudrait-il établir une période d'inactivité tant que le marché principal n'est pas ouvert pour négociation?
- Question 19 : Est-ce que l'affichage des données devrait inclure le volume pour chacun des cinq meilleurs niveaux de cours acheteur et vendeur pour chaque système participant?
- Question 20 : Un SNA devrait-il être tenu de conclure une entente avec la Bourse où un titre est coté ou devrait-il encore pouvoir choisir les Bourses qui exerceront les fonctions de réglementation du marché? Cette question devrait être examinée selon les deux points de vue suivants : avant et après la restructuration des Bourses.
- Question 21 : Si les SNA étaient autorisés à négocier tous les types d'actions cotées (de petites et de grandes entreprises), devraient-ils être tenus de conclure une entente de surveillance avec les deux Bourses ou seulement l'une des deux? Cette question devrait être examinée selon les deux points de vue suivants : avant et après la restructuration des Bourses.
- Question 22 : Devrait-on imposer des restrictions aux SNA lorsqu'une suspension réglementaire est imposée par le marché sur lequel un titre est inscrit ou coté ? Quelle est l'importance si la suspension est imposée par un système de cotation et de rapports d'opérations reconnu ?
- Question 23 : Le projet actuel permet-il aux SNA de fonctionner indépendamment des Bourses et d'offrir des services et des marchés concurrents ?

Commentaires

Les personnes intéressées sont invitées à présenter par écrit leurs observations sur les projets de normes canadiennes, de formulaires et d'instructions complémentaires. Seuls les dossiers fournis au plus tard le 25 novembre 1999 seront considérés.

Les dossiers doivent être adressés comme suit à la Commission des valeurs mobilières du Québec :

Claude St Pierre, secrétaire
Commission des valeurs mobilières du Québec
800, square Victoria
Tour de la Bourse
C.P. 246, 22^e étage

Les personnes qui soumettent des observations sont invitées à soumettre également leur texte sur disquette (en format Windows, préférablement en Word). Du fait de la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des observations écrites reçues au cours de la période de consultation, le caractère confidentiel des observations ne peut être sauvegardé.

Pour toute question, on peut s'adresser à :

Diane Joly
Directrice de la recherche et du développement des marchés
Commission des valeurs mobilières du Québec
(514) 940-2199, poste 4551

ANNEXE A :

**RÉGLEMENTATION DES SYSTÈMES DE
NÉGOCIATION ALTERNATIFS AU CANADA**

TABLE DES MATIÈRES

Section 1 : SOMMAIRE.....	3
Section 2 : HISTORIQUE	3
2.1 Les systèmes de négociation alternatifs (SNA) au Canada	4
2.2 Les SNA aux États-Unis.....	5
2.3 Tendances de l'industrie.....	8
2.3.1 La technologie	8
2.3.2 La mondialisation.....	8
2.3.3 La consolidation institutionnelle	8
2.3.4 Remise en question du rôle traditionnel d'intermédiaire.....	9
2.3.5 Remise en question de la structure des Bourses.....	9
Section 3 : LA STRUCTURE DE MARCHÉ IDÉALE	10
3.1 Caractéristiques d'un marché idéal	10
3.1.1 Intégrité du marché.....	10
3.1.2 Efficience du marché	11
3.2 Études, analyses et points de vue.....	12
3.2.1 Avantages de la négociation électronique	12
3.2.2 Mise en œuvre des systèmes de négociation	13
3.2.3 La concurrence	13
3.2.4 La microstructure des marchés	14
Section 4 : STRUCTURE DU MARCHÉ.....	14
4.1 Objectifs	14
4.2 Points à examiner.....	15
4.2.1 La fragmentation.....	15
4.2.2 La concurrence	16
4.2.3 La consolidation	16
4.2.4 Réglementation des SNA	16
4.3 Points particuliers au marché canadien	17
4.3.1 La concentration	17
4.3.2 Fragmentation interne et baisse de liquidité	18
Section 5 : FAITS RÉCENTS	19
5.1 Abandon de la forme mutuelle	19
5.2 Restructuration de la Bourse.....	19

Section 1 : SOMMAIRE

Depuis plus de dix ans, discussions et débats d'envergure fusent sur le cadre réglementaire dans lequel les systèmes de négociation alternatifs (SNA) devraient être autorisés à fonctionner au Canada. Le présent document donne un aperçu de la suite des événements liés aux SNA et tente d'en résumer les principaux enjeux.

En même temps que le secteur du placement s'est transformé au cours des dernières décennies, la technologie a joué un rôle majeur sur la nature des activités d'affaires. Selon une analyse didactique de ses effets, la technologie aurait apporté aux investisseurs de grands avantages du fait de la concurrence accrue et de la plus grande transparence des marchés qui en ont résulté.

Au Canada, les SNA ont été autorisés dans un cadre restreint. Les craintes de fragmentation des marchés ont fait que ceux-ci n'ont pu exercer leurs activités qu'en étant membres d'une Bourse existante. Selon la plupart des participants au marché, toutefois, le temps est venu de permettre aux SNA de fonctionner comme des marchés distincts, concurrents des Bourses traditionnelles.

Pour évaluer cette question, les autorités de réglementation canadiennes se sont particulièrement intéressées au déroulement des événements récents sur les marchés américains. Aux États-Unis, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) a récemment adopté des règles en vertu desquelles un SNA a la possibilité de s'inscrire comme Bourse ou comme courtier, et doit être relié au *National Market System* (NMS). Les autorités de réglementation canadiennes se sont montrées très intéressées par ces faits nouveaux et ont jugé qu'il serait pertinent de suivre un modèle fondé sur le modèle américain, bien qu'au Canada, certains points doivent faire l'objet d'un examen particulier.

L'analyse qui suit porte en particulier sur les caractéristiques d'un marché idéal et sur les préoccupations que soulève ce sujet dans le contexte canadien, notamment les questions de concentration, de fragmentation et du rôle futur des Bourses traditionnelles.

Dans la norme canadienne 21-101 Fonctionnement des marchés et la norme 23-101 Règles sur les opérations, les ACVM définissent un cadre réglementaire qui englobe à la fois les marchés traditionnels et ces nouveaux marchés qui sont fondés sur la technologie.

Section 2 : HISTORIQUE

Les systèmes de négociation alternatifs (SNA) sont des systèmes de négociation électroniques (SNE)¹ permettant le jumelage automatique des ordres d'achat et de vente selon des méthodes ou des règles préétablies. Les SNA peuvent gérer un registre des ordres pour un marché aux enchères en continu, un marché entre courtiers, un marché ponctuel ou effectuer des opérations de jumelage anonymes fondées sur le cours fixé par le marché principal. Les SNA ont suscité beaucoup d'intérêt dans certains segments du marché, surtout parce qu'ils offrent des dispositifs et des services que n'ont généralement pas les Bourses traditionnelles. En anglais, on a utilisé dans le passé les expressions *Non-Exchange Trading Systems* ou "NETS" et *Proprietary Electronic Trading Systems* ou "PETS" pour les désigner.

¹ "Système de négociation électronique" est l'expression générique utilisée pour désigner tout système informatique permettant d'automatiser une partie ou l'ensemble du processus de négociation, par exemple l'acheminement des ordres entre clients, courtiers ou Bourses ou encore l'exécution par jumelage, une opération normalement effectuée par les Bourses.

Depuis quelque dix ans, les autorités de réglementation canadiennes et américaines ont entrepris un examen approfondi de la négociation électronique en vue d'établir un cadre approprié pour réglementer les SNA et intégrer ces nouveaux systèmes à technologie de pointe dans les structures de marché traditionnelles. Le présent document fait l'historique de cet examen et décrit plus en détail les points devant faire l'objet de discussions.

2.1 Les systèmes de négociation alternatifs (SNA) au Canada

En 1988, Instinet Canada Limited (ICL)² a acheté un siège à la Bourse de Toronto et a fait une demande pour en devenir membre. Un groupe de firmes membres de la Bourse de Toronto s'est fortement opposé à cette demande, et après de longs pourparlers entre ICL et la Bourse de Toronto, l'intervention de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) était demandée. En 1989, la CVMO a statué qu'ICL devait être admise à titre de membre de la Bourse de Toronto et que la Bourse de Toronto devait mettre sur pied un comité de révision des règles chargé d'étudier les modifications requises pour améliorer la qualité des marchés et en limiter la fragmentation du fait de l'admission d'ICL. ICL n'a pas eu le droit d'installer de terminaux au Canada tant que le comité de révision des règles n'avait pas remis son rapport.

Après le dépôt du rapport du comité de révision des règles, la CVMO a accepté de maintenir le *statu quo* dans la mesure où la Bourse de Toronto modifiait ses règles selon les recommandations du rapport³ et effectuait une étude approfondie sur la fragmentation des marchés. La CVMO a confirmé l'adhésion d'ICL à titre de membre de la Bourse de Toronto et son inscription comme courtier, sous réserve des restrictions déjà imposées par l'ordonnance antérieure⁴. ICL a commencé ses activités comme membre de la Bourse de Toronto en 1993 mais sans obtenir l'autorisation d'installer des terminaux aux pupitres de ses clients en Ontario.

En mai 1994, la CVMO a publié un document intitulé *Electronic Trading Systems in Ontario* et, en juin 1994, elle a parrainé une audience publique sur les NETS.

Au début de 1995, Versus Brokerage Services Inc. (VBSI), filiale de Versus Technologies Inc. (VIT), s'inscrivait comme courtier. Conformément à la politique XXX de la Bourse de Toronto⁵, VIT offrait un réseau de terminaux permettant aux firmes membres ainsi qu'aux institutions et aux courtiers étrangers, d'acheminer leurs ordres à la Bourse de Toronto. VBSI a pu accéder au réseau comme courtier membre de la Bourse de Toronto. En outre, Versus offrait aux clients institutionnels la possibilité de participer à un système de marché ponctuel électronique (*The Canadian Call market*), intégré aux principales Bourses canadiennes.

En septembre 1995, Instinet Corporation obtenait son inscription comme "international dealer", ce qui lui permettait de fournir des terminaux à des institutions en Ontario pour négocier des valeurs mobilières cotées à l'étranger, non intercotées à une Bourse canadienne. Les principales Bourses canadiennes ont tenté de

² Instinet Canada Limited est une filiale de Instinet Corporation, elle-même filiale en propriété exclusive de Reuters Group PLC.

³ Depuis, la Bourse de Toronto a effectué la plupart des changements recommandés mais non pas l'un des plus importants, qui concerne la règle sur l'intervention dans les opérations par compensation (ou applications).

⁴ ICL pouvait négocier des valeurs canadiennes ou étrangères pour des titulaires de comptes canadiens, mais ses clients devaient passer leurs ordres par téléphone à son pupitre de négociation, où des négociateurs les entraient dans le système Instinet.

⁵ En vertu de cette politique, les institutions financières désignées sont autorisées à entrer directement leurs ordres dans le système d'acheminement des ordres d'une firme membre de la Bourse de Toronto. L'expression "institution financière désignée" y est définie.

renverser cette décision en exigeant la tenue d'une audience sur la question. La CVMO leur a refusé cette audience et a décidé de la mise en place d'un processus officiel permettant d'obtenir des commentaires utiles sur la question de la fragmentation.

En janvier 1997, la Bourse de Toronto publiait le rapport tant attendu de son comité spécial sur la fragmentation du marché⁶. Le rapport analysait l'étendue de la fragmentation du marché des valeurs mobilières au Canada, de même que les causes et les effets de cette fragmentation. Il concluait que les marchés consolidés offraient la meilleure qualité, mais qu'il n'était pas toujours possible de répondre aux besoins des différents participants avec une seule structure de marché. Il ajoutait que, parmi les effets de la fragmentation, l'un des plus graves était de priver le marché aux enchères de la Bourse de Toronto d'un volume exagéré de petits ordres⁷. Le rapport recommandait que les SNA soient tout de suite autorisés à fonctionner comme membres de la Bourse de Toronto. Le comité faisait remarquer que tôt ou tard les SNA seraient autorisés à concurrencer les Bourses traditionnelles et que la Bourse de Toronto devrait prendre les devants en établissant le cadre réglementaire dans lequel les SNA allaient devoir s'intégrer.

En avril 1998, la CVMO a tenu sur le sujet une audience publique présidée par les présidents des commissions des valeurs mobilières de l'Ontario, de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Québec et de la Saskatchewan. Ayant tenu compte des observations dégagées au cours de l'audience publique, des commentaires reçus au cours du processus de consultation, les réalités nouvelles dans d'autres territoires (particulièrement la règle adoptée par la SEC sur les SNA) et après avoir à nouveau abordé le sujet avec les participants au marché, les ACVM ont élaboré le projet de norme canadienne 21-101 *Fonctionnement des marchés*, et l'instruction complémentaire 21-101IC ainsi que le projet de norme canadienne *Règles sur les opérations* et l'instruction complémentaire 23-101IC, qu'elles font paraître aujourd'hui.

2.2 Les SNA aux États-Unis

Les ACVM ont suivi de près l'évolution des SNA aux États-Unis, et bien qu'elles aient jugé imprudent d'adopter telle quelle l'approche américaine, elles ont pu profiter d'une grande partie du travail d'analyse et de recherche effectué par la SEC de même que des discussions qu'elles ont menées avec cet organisme sur les principaux enjeux. Les ACVM ont tenté de concevoir une approche très semblable à celle de la SEC, mais en tenant compte des différences entre le marché américain et le marché canadien.

Les Bourses canadiennes sont très influencées par ce qui se passe sur les marchés américains. Plus de 200 sociétés canadiennes sont inscrites en Bourse au Canada et aux États-Unis, et les émetteurs canadiens se tournent de plus en plus vers les marchés américains pour obtenir une inscription à la cote. Tout ce qui se fait aux États-Unis a une influence marquante sur la question de la structure des marchés au Canada, en raison du rôle prépondérant et de la taille importante des marchés

⁶ Rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto, Market Fragmentation : Responding to the Challenge, janvier 1997.

⁷ Rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto, Market Fragmentation : Responding to the Challenge, janvier 1997, p. 39.

américains par rapport aux Bourses canadiennes⁸. Les SNA et le cadre réglementaire à adopter constituent l'un des nombreux exemples de l'évolution continue des marchés : il s'agit d'un sujet que le milieu du placement canadien a suivi de près et dont il a largement débattu.

Les marchés canadiens ont toujours été très automatisés pour ce qui est du jumelage et de l'exécution des ordres⁹. L'automatisation a toutefois eu d'énormes répercussions sur tout le processus de négociation et ce phénomène a évolué plus rapidement aux États-Unis qu'au Canada. Ainsi, aux États-Unis, l'établissement de divers systèmes de négociation alternatifs et la création de systèmes de tiers-courtiers ont poussé la SEC à effectuer des changements continus pour s'adapter à la structure changeante du marché.

Au début des années 1970, la SEC s'est penchée sur un certain nombre de questions concernant les Bourses régionales, la croissance des fonds de placement institutionnels et les questions liées aux applications technologiques. En 1975, elle adoptait une loi modifiant la loi sur les valeurs mobilières (*Securities Act Amendments Act of 1975*), qui traite de la concurrence entre marchés et des avantages de la technologie.

Le principal objectif de la loi était de voir à ce que les marchés soient réglementés équitablement et reliés entre eux de manière à diffuser et rendre accessibles leurs meilleurs cours¹⁰. La loi prévoyait l'établissement d'un système de marché national (*National Market System* ou NMS) pour favoriser un accès juste et équitable à l'information sur le marché et pour relier les marchés entre eux. L'établissement d'un NMS¹¹ visait à assurer que tous les participants aient également accès à l'information sur le volume d'opérations et sur les cours acheteur et vendeur sur tous les marchés, et que " les meilleurs cours acheteurs et vendeurs à l'échelle nationale " soient diffusés par les vendeurs. En outre, tous les participants auraient accès à un système d'exécution au meilleur cours, c'est-à-dire au meilleur cours offert ou demandé sur l'ensemble des marchés. La loi prévoyait également que la SEC ait compétence pour réglementer et surveiller les organismes de traitement de l'information sur les valeurs mobilières (la SIAC et le NASDAQ par exemple).

Finalement, et c'est peut-être le point le plus important, la loi établissait que le recours à la technologie pour offrir des services d'opérations faisant concurrence aux Bourses traditionnelles et à leurs membres ne devait pas être découragé. Dans cette optique, elle forçait la Bourse de New York et l'AMEX à abroger leurs règles obligeant leurs membres à passer par une Bourse pour effectuer toutes leurs opérations sur des titres cotés.

Une fois le NMS en place, la SEC a dû décider du processus d'inscription des réseaux informatiques conçus pour réunir et jumeler des ordres d'achat et de vente. Pour favoriser la concurrence et permettre le développement de ces nouveaux systèmes, la SEC a choisi de les inscrire à titre de courtiers plutôt qu'à titre de Bourses. En vertu du règlement 17a-23, ces systèmes sont identifiés comme étant

⁸ La Bourse de New York a 8,9 billions de dollars américains de capitalisation et la NASDAQ, 1,7 billion de dollars américains, contre 0,6 billion de dollars américains pour la Bourse de Toronto, la plus grosse Bourse canadienne.

⁹ Toutes les Bourses canadiennes sont dotées d'un registre électronique entièrement automatisé et fonctionnent selon ce système plutôt qu'avec le système de négociation à la criée traditionnel. La Bourse de Toronto a fermé son parquet en avril 1997.

¹⁰ *Securities and Exchange Commission Release n° 34-40760, Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*, p. 8.

¹¹ Le NMS a trois composantes : un téléscripateur consolidé, un système de cotation consolidé et un système de négociation intermarché.

des *Electronic Communications Networks* ou *ECN*¹² et ils sont tenus de conserver certains registres en plus de ceux que doivent normalement garder les courtiers.

De 1979 jusqu'au début des années 1990, les SNA ont ciblé les investisseurs institutionnels et conquis un volume d'opérations de plus en plus important, surtout sur les valeurs négociées sur le NASDAQ. Les institutions ont été autorisées à négocier sur les SNA en qualité de souscripteurs et les membres des Bourses ont également pu participer aux opérations sur ces marchés comme les y autorise la règle 19c3¹³.

En 1996, la SEC annonçait de nouvelles règles sur le traitement des ordres de particuliers sur les marchés américains. Ces règles stipulaient que :

- a) Tous les ordres de clients à cours limité, passés à un cours plus intéressant que "les meilleurs cours acheteurs et vendeurs à l'échelle nationale", devaient être affichés;
- b) les ordres à cours limité devaient être affichés par les spécialistes à l'intérieur de leurs cours limites; et
- c) les mainteneurs de marché devaient afficher le cours de tous les ordres qu'ils entraînent dans un système alternatif non accessible aux investisseurs en général.

Depuis la mise en œuvre de ces règles, le volume d'opérations sur les ECN américains a crû de façon foudroyante. À la fin de 1998, neuf grands ECN étaient en activité (outre trente plus petits) et ont négocié au total plus de 12 milliards d'actions pour l'année 1998. Selon les dernières données estimatives, les ECN recevraient jusqu'à 35 % des ordres portant sur des valeurs négociées sur le NASDAQ et près de 8 % des ordres portant sur des valeurs mobilières cotées¹⁴.

Jusqu'à récemment, les SNA fonctionnaient essentiellement en marge des Bourses et du *National Market System* (NMS). Leur croissance et leur popularité grandissante ont mené la SEC à clarifier davantage leur rôle sur les marchés américains et à réfléchir à la manière de les intégrer au cadre réglementaire.

En décembre 1998, la SEC a publié sa règle définitive sur les SNA et adopté un cadre réglementaire visant un certain équilibre entre marché centralisé et concurrence. En vertu de cette règle, un SNA a le choix de s'inscrire en qualité de Bourse ou de courtier et doit se conformer à la réglementation sur les SNA. Un SNA qui exécute plus de 5 % des opérations sur les valeurs du NMS doit être inscrit comme courtier auprès d'un organisme d'autoréglementation (OAR) et il doit être relié à un marché inscrit afin de pouvoir diffuser ses ordres au meilleur prix dans un système de cotation public. En outre, les SNA doivent se conformer aux mêmes règles sur la priorité d'exécution que les membres des Bourses inscrites. La SEC a élaboré cette règle pour intégrer plus efficacement au NMS le nombre croissant de SNA et pour permettre aux Bourses inscrites de mieux concurrencer les SNA¹⁵.

¹² Les ECN sont des SNA qui, à la fois, jumellent les ordres à l'interne et se branchent à d'autres marchés pour leur exécution.

¹³ La règle 19c3 prévoit qu'il ne peut être interdit aux firmes membres de négocier hors Bourse. Ainsi, une Bourse américaine ne peut forcer ses membres à passer par elle pour placer leurs ordres à titre de mandataire sur des titres cotés. Quant aux ordres passés à titre de contrepartiste, les Bourses ont été autorisées à maintenir l'interdiction de faire des opérations hors Bourse sur les titres inscrits à la cote avant le 26 avril 1979.

¹⁴ R. Buckman et A. Lucchetti, *Electronic Networks Threaten Trading Desks on Street*, *Wall Street Journal*, 23 déc. 1998.

¹⁵ *Securities and Exchange Commission Release n° 34-40760*.

2.3 Tendances de l'industrie

Le débat sur les SNA s'est inscrit dans un contexte de marchés des capitaux marqués par des changements rapides, non seulement au Canada mais dans le monde entier. Les participants au marché font face à un certain nombre de courants qui sont en train de transformer la façon dont les investisseurs participent au marché, et plus particulièrement leur manière de fonctionner.

2.3.1 La technologie

Nul doute que la technologie et ses applications ont été l'un des principaux facteurs ayant influencé les marchés de capitaux depuis dix ans. L'évolution rapide de la technologie a eu des répercussions profondes sur la nature même de la pratique des affaires. Depuis le début des années 1980, l'évolution technologique dans les domaines de l'informatique – matériel et logiciels – et des communications a marqué les marchés de capitaux, et la cadence de changement continue de s'accélérer. Les applications technologiques destinées au processus de négociation ont donné lieu à des marchés entièrement électroniques, parfaitement intégrés aux systèmes de gestion des ordres de même qu'aux systèmes de règlement et de compensation. Ces marchés fonctionnent maintenant de manière plus efficiente et peuvent exécuter un nombre sans précédent d'opérations à des vitesses toujours plus grandes. Ce gain d'efficience a permis d'offrir de meilleurs produits et services aux clients tout en diminuant les coûts généraux des opérations.

En plus de rendre le processus de négociation plus efficient, la technologie a donné aux investisseurs un meilleur accès à l'information sur les valeurs mobilières mais aussi sur les marchés où celles-ci se négocient. Les percées dans le domaine des communications ont permis de repousser les frontières géographiques en donnant aux investisseurs un accès aux marchés étrangers. Par conséquent, la technologie a favorisé la concurrence qui remet en question la structure des marchés de capitaux traditionnels.

2.3.2 La mondialisation

La technologie a mené à une mondialisation des placements. Peu à peu, les investisseurs ont vu s'élargir le choix de marchés qui s'offraient à eux. N'étant plus limitées à leur seul territoire, les sociétés à la recherche de capitaux se sont tournées vers les marchés qui présentaient le plus d'avantages. De même, les investisseurs ont pu chercher à obtenir le meilleur rendement possible en investissant sur le marché qui leur donnait les meilleures possibilités de croissance et de rayonnement, sans égard à l'emplacement géographique.

2.3.3 La consolidation institutionnelle

Depuis la déréglementation du secteur des services financiers, les organisations de grande envergure offrent un large éventail de services financiers aux investisseurs, et la distinction entre les quatre piliers qu'étaient les banques, les sociétés de fiducie, les courtiers et les compagnies d'assurances s'est estompée. Ces nouvelles organisations exploitent d'importants fonds de placement au nom de leurs clients et créent des marchés qui sont maintenant dominés par les participants institutionnels. La technologie a également permis d'élargir la gamme de produits et de favoriser la croissance des grands fonds de placement. Les gestionnaires de fonds indiciels, de fonds diversifiés mondiaux et de fonds quantitatifs exploitent de larges fonds de placement basés sur la technologie.

Depuis cinq ans, aux États-Unis, les capitaux sous gestion sont passés de cinq cent milliards de dollars à plus de quatre billions de dollars. La Bourse de Toronto mentionne, dans son document *Blueprint For Success*, que la détention d'actions par les investisseurs institutionnels au Canada a crû, au cours des 15 dernières années, d'environ 50 % jusqu'à approximativement 80 % de l'ensemble du marché des actions. Résultat : les négociateurs institutionnels doivent gérer leurs ordres très prudemment, car les coûts d'impact sur le marché excèdent de beaucoup le courtage.

2.3.4 Remise en question du rôle traditionnel d'intermédiaire

L'innovation technologique et les changements qu'elle a amenés ont donné aux investisseurs un choix sans précédent. Ce phénomène a donné lieu à des méthodes de fonctionnement nouvelles ou améliorées qui menacent les procédés et la structure des marchés traditionnels. Comme les investisseurs ont davantage accès aux marchés et à l'information, ils ont moins besoin de faire appel aux intermédiaires que sont les courtiers. La technologie a supplanté le rôle traditionnel du courtier. Les analyses, autrefois réservées à la clientèle d'un courtier, sont maintenant largement diffusées par diverses sources sur Internet. En effet, les courtiers ont rendu leurs propres analyses largement accessibles. L'information sur le marché, autrefois transmise uniquement aux professionnels du placement par les vendeurs de données de marché, est maintenant offerte gratuitement par les vendeurs, les courtiers et d'autres diffuseurs d'information. Enfin, au cours des dernières années et grâce à la technologie, l'accès aux marchés primaire et secondaire est devenu chose courante. La croissance des opérations à courtage réduit et l'accès aux réseaux ECN¹⁶ a permis aux particuliers investisseurs d'effectuer leurs propres opérations, pratiquement sans l'aide d'un courtier comme intermédiaire.

Les investisseurs institutionnels qui cherchent à jumeler des ordres portant sur d'importants blocs de titres ne sont plus satisfaits des services d'intermédiaire traditionnel que leur offrent les négociateurs de blocs des firmes de placement. Ils veulent pouvoir exécuter eux-mêmes, directement, leurs opérations, de manière à minimiser les coûts d'impact sur le marché¹⁷. Selon des études réalisées par Plexus Group¹⁸, plus des deux tiers des ordres initiaux passés aux pupitres de négociation des investisseurs institutionnels sur une action donnée représentent plus de la moitié du volume quotidien des opérations sur cette action. La liquidité qu'offraient autrefois les courtiers en agissant comme contrepartistes n'a pu suivre le rythme de croissance des gros ordres institutionnels. Les négociateurs institutionnels veulent pouvoir trouver la contrepartie de leurs ordres par le biais de systèmes qui préservent l'anonymat et qui ne les obligent pas à révéler la taille de leurs ordres.

2.3.5 Remise en question de la structure des Bourses

Comme les organismes de réglementation ont accepté d'élaborer un cadre visant à incorporer les marchés alternatifs aux marchés traditionnels, la situation de monopole dans laquelle se trouvaient la plupart des Bourses ne peut plus se défendre. Pour faire face à la concurrence accrue des marchés alternatifs, les Bourses du monde

¹⁶ *Electronic Communications Networks*, par exemple Island, BRUT ou Archipelago. Ces réseaux offrent aux particuliers la possibilité d'entrer des ordres qui pourront être jumelés à d'autres ordres de particuliers dans leur propre système de négociation ou qui seront acheminés sur d'autres marchés tels que le NASDAQ pour être affichés sur le NMS.

¹⁷ L'"impact sur le marché" correspond à l'effet négatif que peut avoir sur le cours d'une action la connaissance de l'existence d'un ordre important d'achat ou de vente sur ce titre.

¹⁸ Plexus Group est un groupe de consultants spécialisé dans la mesure du coût des transactions pour les investisseurs institutionnels.

entier cherchent des moyens de devenir plus efficaces et d'attirer un plus grand nombre de participants. L'arrivée des marchés alternatifs a également amené les intervenants du marché à se demander ce qu'était une Bourse et ce qui la caractérisait. Pour devenir plus concurrentielles, les Bourses traditionnelles ont étudié un certain nombre de modifications à apporter à leur fonctionnement dans une optique de compétitivité. D'abord, elles ont cherché à consolider ou à fusionner leurs activités avec celles d'autres Bourses pour tirer parti de la mise en commun de leurs liquidités et fonctionner de manière plus efficace. Ensuite, beaucoup ont envisagé d'abandonner la forme mutuelle (selon laquelle un organisme appartient à ses membres) et de se constituer en société ouverte ou fermée. Elles veulent également donner aux investisseurs institutionnels un accès plus direct, soit en leur permettant d'accéder directement à leur marché par un système tel que OptiMark¹⁹, soit en modifiant la forme de propriété actuelle pour élargir la base de participation.

Section 3 : LA STRUCTURE DE MARCHÉ IDÉALE

3.1 Caractéristiques d'un marché idéal

La force et la viabilité d'un marché des capitaux sont essentiellement tributaires de deux éléments : d'abord, de sa capacité de soutenir le financement des entreprises par une mobilisation de capitaux sur le marché primaire, et ensuite, de sa capacité de bien évaluer les valeurs émises dans le public sur les marchés secondaires. Dans la mesure où il répond à ces deux critères fondamentaux, le marché satisfait aux besoins des participants au marché. En déterminant la structure générale à adopter dans le contexte canadien, les ACVM avaient pour objectifs de s'assurer de la confiance du public envers le marché et de protéger les investisseurs.

Un certain nombre de théoriciens et de participants au marché du Canada et des États-Unis ont étudié, au cours des dernières années, la question de la structure de marché et du meilleur moyen d'obtenir un marché idéal. La Bourse de Toronto, dans son rapport du comité spécial sur la fragmentation du marché, publié en 1997, a adopté un modèle qui décrit les caractéristiques d'un marché idéal (le modèle Kirzner²⁰). Ces caractéristiques sont la vitesse d'exécution ou l'instantanéité, la liquidité, la transparence, la révélation des cours, l'équité, l'intégrité financière des parties et l'intégrité du marché. La plupart des débats qui se sont tenus au pays sur le cadre de fonctionnement des SNA et des Bourses ont tenu compte de ce modèle.

En examinant le modèle Kirzner et d'autres études théoriques sur la structure de marché, on peut regrouper les caractéristiques d'un marché idéal en deux grandes catégories : intégrité du marché et efficacité du marché. Toutes les caractéristiques du modèle Kirzner peuvent être classées dans l'une ou l'autre de ces catégories, certaines ayant plus de valeur et plus de poids que d'autres.

3.1.1 Intégrité du marché

L'intégrité du marché se fonde sur la confiance du public envers le marché et sur sa perception d'un fonctionnement juste et équitable. Les investisseurs et le public en général doivent avoir le sentiment que tous les participants ont un même accès à une information juste, en temps opportun, sur les émissions négociées. Pour être très

¹⁹ OptiMark est un système de marché ponctuel au service d'une Bourse qui préserve l'anonymat des intervenants, où la taille des ordres n'est pas divulguée et où sont incorporés aux ordres du registre de la Bourse les ordres portant sur d'importants blocs de titres entrés directement par les institutions. OptiMark est actuellement en fonction au Pacific Coast Exchange, et des ententes de licence ont été conclues pour que cette technologie soit utilisée par le Nasdaq, Osaka et la Bourse de Toronto.

²⁰ Modèle de marché idéal nommé d'après Eric Kirzner, professeur de finances à l'*University of Toronto*, et qui a agi à titre de président du comité spécial.

intègres, les marchés devront avoir en place des pratiques efficaces de diffusion des renseignements sur les émetteurs auprès de tous les participants.

Les participants ne doivent pas se sentir lésés les uns par rapport aux autres (notamment par rapport aux initiés) lorsqu'ils effectuent des opérations sur le marché. Le marché doit être perçu comme étant régi par des règles en vertu desquelles les opérations sont exécutées selon des principes justes et équitables pour tous les participants. Qui plus est, l'information sur les ordres et les opérations doit être transparente. Un marché est vu comme transparent lorsque l'information sur les ordres (pré-transaction) et sur les opérations (post-transaction) est transmise au public en temps réel, de manière que tous les participants aient également accès à une information juste, en temps opportun.

Enfin, les participants doivent également avoir le sentiment que les opérations sont exécutées par des parties dignes de confiance et que l'exécution et le règlement se font de manière satisfaisante (cette notion se rapporte généralement à ce que l'on appelle l'intégrité financière des parties).

3.1.2 Efficience du marché

L'efficience du marché se rapporte à la possibilité d'exécuter une opération rapidement et facilement à un cours qui reflète bien l'offre et la demande et moyennant un coût minimal. Si l'on se reporte au modèle Kirzner, on parlera d'un marché liquide, où les opérations sont exécutées sur-le-champ (instantanéité) moyennant un coût peu élevé, et qui est doté d'un dispositif de révélation des cours efficace.

L'instantanéité, c'est la rapidité d'exécution des opérations. Une opération doit être exécutée dans un délai relativement court, sans effet négatif sur les cours. Ce concept est lié de près à celui de la liquidité, qui est fonction de la profondeur, de l'envergure et de la résistance du marché et que l'on définit normalement comme étant la capacité d'acheter ou de vendre une valeur mobilière au même cours que la dernière vente ou à un cours proche de celui-ci. Lorsque la vitesse d'exécution et la liquidité font défaut sur un marché, les opérations peuvent être difficiles à exécuter ou les cours peuvent être volatils, ce qui donne des prix peu intéressants.

Lorsqu'un marché est doté d'un dispositif de révélation des cours efficace, les acheteurs et les vendeurs peuvent exécuter leurs opérations à des cours qui reflètent bien l'offre et la demande mais aussi l'évaluation que fait le marché du titre négocié. Le plus souvent, un tel dispositif ne fonctionne pas si l'information n'est pas diffusée également auprès de tous les participants, si les cours sont établis d'après une information incomplète sur l'offre et la demande, ou encore si l'une ou plusieurs des parties peuvent adopter des méthodes de négociation frauduleuses ou trompeuses.

Enfin, un marché est dit efficient lorsque les participants peuvent exécuter leurs transactions moyennant un coût minimal. Ce coût correspond le plus souvent aux frais de transaction (courtage ou marge que prend le courtier) ainsi qu'au coût d'impact sur le marché. En général, on croit que l'impact sur le marché est l'élément le plus important du coût d'une transaction (et il est souvent caché). Il correspond normalement à la différence entre le cours coté d'une valeur mobilière au moment de passer un ordre et le cours d'exécution. Si les frais de transaction ont diminué progressivement au cours des dernières années à la suite de la déréglementation du courtage et du gain d'efficience découlant des nouvelles techniques de négociation, les coûts d'impact sur le marché ont, quant à eux, énormément augmenté, et ce, à cause de la croissance de la participation institutionnelle et de la difficulté grandissante à négocier de gros blocs de titres.

3.2 Études, analyses et points de vue

Les autorités en valeurs mobilières ont décidé d'agir face à l'usage toujours plus grand de la technologie dans le secteur du placement, et leur objectif premier a été de traiter des questions de la concurrence et de l'intérêt des investisseurs. Elles ont été motivées dans une large mesure par les importantes occasions de placement qu'étaient susceptibles d'offrir les technologies émergentes.

Les vives discussions publiques sur le cadre réglementaire à adopter pour incorporer ces technologies à la structure de marché traditionnelle ont donné lieu à la publication d'études et autres documents sur les marchés des valeurs mobilières et sur la structure de ces marchés. L'incidence de la technologie sur les marchés des valeurs mobilières et sur le rôle des courtiers a également été à l'origine d'un certain nombre d'études. Les résultats de ces études ont remis en question beaucoup d'hypothèses traditionnelles sur la structure à adopter pour les Bourses et les autres marchés ainsi que sur le cadre réglementaire approprié.

Les études analytiques et empiriques effectuées ont abordé des thèmes aussi larges que la fragmentation des marchés et la révélation des cours, mais aussi des sujets plus restreints tels que la priorité selon le cours et l'antériorité, la nature des ordres à cours limité et les écarts minimaux. Le texte qui suit résume certains des principaux sujets traités par les auteurs de ces études et qui se rapportent aux discussions menées sur les caractéristiques d'un marché idéal et sur le cadre devant régir ce marché.

3.2.1 Avantages de la négociation électronique

Toutes les études sont en faveur des changements qu'ont apportés les nouvelles technologies au processus de négociation et, plus particulièrement, de la négociation électronique. Ce sont MM. Peake, Mendelson et Williams qui ont effectué la première analyse approfondie sur la négociation assistée par ordinateur en 1976²¹.

Leur étude proposait un registre électronique canadien et a grandement influencé les développements futurs de systèmes de négociation électronique. L'un des premiers systèmes de négociation informatisés a été le CATS²² développé par la Bourse de Toronto et mis en opération en 1977. CATS a été adopté par beaucoup d'autres Bourses, notamment celles de Paris, Madrid et Bruxelles, en plus de servir de modèle pour élaborer d'autres systèmes pendant de nombreuses années.

Les avantages d'un système de négociation électronique sont notamment :

- la possibilité de traiter un plus gros volume de transactions;
- la possibilité pour les marchés de concurrencer des marchés étrangers;
- une plus grande transparence en matière d'information;
- une diffusion plus grande de l'information;
- un meilleur accès aux marchés;
- l'exécution en continu du processus de négociation, depuis la prise de décision de placement *jusqu'au* règlement de la transaction.

²¹ L'étude de Junius Peake, Morris Mendelson et R.T. Williams, Towards a Modern Exchange : The Peake-Mendelson-Williams Proposal for an Electronically Assisted Auction Market, a été publiée dans Impending Changes for Securities Markets : What Role for the Exchanges, de E. Bloch et R. Schwarz, JAI Press, 1979.

²² Computer Assisted Trading System

Outre ces avantages, la négociation électronique a constitué un facteur clé dans le développement de nouveaux modes de négociation, notamment en ce qui a trait à la négociation de produits dérivés, mais aussi à la négociation assistée par ordinateur et aux opérations multiples. On croit que la négociation électronique a contribué à la très forte croissance des fonds de placement qui dominent le marché. Au cours des dernières années, la négociation électronique a donné naissance à des marchés alternatifs qui remettent en question les marchés traditionnels comme les Bourses et qui offrent aux participants de nouvelles possibilités et de nouveaux produits et services.

3.2.2 Mise en œuvre des systèmes de négociation

La technologie a pu être adaptée au processus de négociation de manière réussie surtout lorsque les processus d'affaires eux-mêmes ont été remodelés. Il ne suffisait pas de reproduire les étapes suivies dans le processus manuel. Le développement de systèmes de négociation a été un apprentissage aussi bien pour les marchés que pour les participants. Il fallait modifier les processus d'affaires pour pouvoir y incorporer de nouveaux systèmes et tirer le meilleur parti possible de la technologie. Selon MM. Amihud et Mendelson, les marchés doivent non seulement redéfinir les méthodes et le processus en place, mais ils doivent envisager le développement de manière cohérente et réfléchie et imaginer une structure globale dans laquelle incorporer les systèmes de négociation en tenant compte des besoins futurs d'amélioration. Ils soutiennent que les Bourses ont, en grande partie, abordé l'automatisation d'une manière non planifiée et non synchronisée, ce qui a donné lieu à des coûts de développement élevés et à de lourdes barrières à l'entrée. Ils écrivent en substance que le développement au coup par coup des systèmes automatisés des Bourses et l'absence de méthode bien planifiée et intégrante ont coûté très cher aux institutions qui ont eu à se relier par interface à ces systèmes²³. Comme la technologie évolue rapidement d'une année à l'autre, les Bourses ont été forcées de modifier leurs systèmes, car ils étaient conçus pour répondre à des demandes depuis longtemps périmées.

3.2.3 La concurrence

Il ressort clairement des études qui ont été faites que la concurrence a été un facteur positif pour l'industrie du placement et, pour être plus précis, que la remise en question des marchés traditionnels déclenchée par l'arrivée des systèmes de négociation alternatifs a grandement servi les intérêts des investisseurs. Les marchés traditionnels tels que les Bourses ont été fortement incités à résister à la technologie et à l'innovation, car ils craignaient de perdre leur pouvoir d'intermédiaire. Plusieurs études soulignent que le rôle des autorités en valeurs mobilières devrait être d'établir un cadre qui permette, voire qui suscite, la concurrence entre les marchés ou les systèmes de négociation. Dans son rapport sur le marché en l'an 2000, la SEC affirme que la concurrence entre ces marchés apporte de nombreux avantages aux utilisateurs²⁴. En outre, aux Bourses qui craignent une éventuelle fragmentation du marché, la SEC réplique que la dispersion du flux des ordres entre différents marchés n'a pas eu d'effet négatif sur le processus de révélation des cours ni sur la qualité du marché²⁵. La concurrence a forcé les Bourses à mieux répondre aux besoins des participants au marché et a permis aux projets d'innovation technologique d'aller de l'avant.

²³ Yakov Amihud et Haim Mendelson, Liquidity, Volatility and Exchange Automation, *Journal of Accounting, Audit and Finance*, Volume 3, Automne 1988.

²⁴ *Securities and Exchange Commission, Market 2000 Report*, janvier 1994.

²⁵ *Securities and Exchange Commission, Market 2000 Report*, janvier 1994.

3.2.4 La microstructure des marchés

Au cours des dernières années, on a beaucoup porté attention aux méthodes particulières utilisées sur un marché par rapport à celles utilisées sur un autre, et aux effets que ces méthodes avaient sur la qualité globale du marché. Beaucoup d'auteurs d'études suggèrent que les marchés soient reconçus et redéfinis en fonction des nouvelles technologies et ils utilisent le terme "technostructure" pour décrire cette approche. Il est clair que certains éléments entrant dans la conception de systèmes de négociation sur un marché donné influenceront sur l'efficacité de ce marché.

Lorsque la Bourse de Toronto a conçu son système de négociation précurseur CATS, les règles de négociation ont été définies de manière à tirer parti de cette nouvelle technologie et se sont fondées uniquement sur le principe de priorité selon le cours et l'antériorité. S'il était souvent difficile de déterminer quel ordre arrivait le premier sur le parquet d'une Bourse traditionnelle (d'où la pratique courante du partage du nombre d'actions ou du partage au prorata), dans un système informatisé, il est toujours possible de savoir quel ordre est entré le premier (même par un millième de seconde). Les théoriciens du marché croient que les nouveaux systèmes de négociation fondés uniquement sur le principe de priorité selon le cours et l'antériorité offrent un marché beaucoup plus efficient, et sont largement accessibles aux intervenants qui contribuent librement à la liquidité du marché et que le rôle traditionnel de mainteneur de marché se trouve ainsi limité²⁶.

En général, les marchés qui seront conçus de manière à encourager les participants à passer leurs ordres dans un registre électronique seront de meilleure qualité, c'est-à-dire qu'ils auront une meilleure liquidité et une plus grande vitesse d'exécution. S'il n'y a pas d'avantage à inscrire son ordre le premier sur un marché, les participants retiendront peu à peu leurs ordres et trouveront d'autres moyens de jumeler les transactions, par exemple en passant leurs ordres "directement" (on parle de l'*upstairs market* en anglais).

Section 4 : STRUCTURE DU MARCHÉ

4.1 Objectifs

Pour évaluer le cadre réglementaire d'une structure de marché repensée, il est important de déterminer le rôle que doivent jouer les autorités en valeurs mobilières. Les participants au secteur prétendent généralement que ce rôle est de créer un milieu qui favorise l'innovation et la concurrence et qu'il revient aux forces de la concurrence de diriger l'évolution de la structure du marché. Les autorités ne doivent pas chercher à définir une structure de marché idéale. Elles doivent permettre une concurrence salubre entre les participants de manière à encourager les projets novateurs dont profiteront les investisseurs. Les ACVM sont d'accord avec l'approche de la SEC dans son rapport sur le marché en l'an 2000, lorsqu'il est dit que la tâche première des autorités est de créer un climat qui favorise l'innovation sans dicter de structure particulière²⁷.

À l'origine, les Bourses ont été créées pour fournir aux acheteurs et vendeurs une place sur laquelle se rencontrer et négocier. Les courtiers, agissant au nom de ces acheteurs et vendeurs, se réunissaient en un lieu central, doté d'un dispositif de révélation des cours. Comme l'offre et la demande ne concordaient pas toujours, on

²⁶ H.R. Stoll, Affirmative Obligation of Market Makers : An Idea Whose Time Has Passed?, *Vanderbilt University*, juillet 1997.

²⁷ Déclaration de la SEC au moment de la publication du Market 2000 Report.

a pris l'habitude de faire intervenir des intermédiaires, comme les teneurs de marché ou les spécialistes, pour que les ordres des participants soient exécutés sur-le-champ. Les lois sur les valeurs mobilières adoptées en Amérique du Nord ont établi le cadre régissant les Bourses. Depuis vingt ans toutefois, la technologie a révélé des possibilités et des services encore insoupçonnés au moment de l'élaboration de ces lois.

Les autorités en valeurs mobilières ont maintenant pour tâche de laisser jouer la concurrence entre nouveaux marchés et marchés traditionnels, et de favoriser l'innovation fondée sur une technologie en constante évolution. Leur défi est d'intégrer ces nouveaux concurrents à une structure conçue pour profiter des avantages de la technologie tout en respectant la valeur fondamentale d'un marché centralisé fort. En outre, il est important pour les autorités d'établir des directives générales sur les pratiques justes et équitables qui devront prévaloir sur tous les marchés. Pour établir le meilleur cadre réglementaire possible, plusieurs points doivent être examinés dans une perspective canadienne.

4.2 Points à examiner

4.2.1 La fragmentation

Lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés plutôt qu'en un lieu central, on dit qu'il y a fragmentation. Cette fragmentation peut être externe ou interne. La fragmentation est dite externe lorsque des marchés alternatifs nouvellement créés viennent concurrencer le marché primaire et détournent à leur profit un volume d'opérations de ce marché central. Elle est dite interne lorsque les participants du marché trouvent le moyen de faire des opérations sans passer par le processus de négociation central.

La question de la fragmentation a été au cœur des discussions sur le cadre réglementaire à adopter pour les systèmes de négociation alternatifs. Lorsque des SNA ont commencé à voir le jour, on s'est fortement opposé à les laisser exercer leurs activités au Canada et on s'est grandement inquiété du grave préjudice que la fragmentation pouvait causer à un marché boursier relativement petit comme le marché canadien. Mais pour évaluer l'influence des SNA, il est important d'examiner les causes de la fragmentation externe et interne.

La fragmentation externe se produit lorsqu'un même titre se négocie à plusieurs endroits. Dans une large mesure, les inquiétudes sur les effets de la fragmentation ne sont cependant pas fondées dans le contexte d'un marché consolidé. Les effets négatifs de la fragmentation externe sont en effet amoindris lorsque les participants ont un même accès à l'information sur tous les marchés et qu'ils peuvent accéder à tous ces marchés. C'est précisément un point sur lequel s'est penchée la SEC il y a plus de vingt ans lorsqu'elle a mis sur pied le *National Market System*. Ce faisant, elle entendait relier entre eux des marchés distincts, également réglementés, de manière à rendre publics et accessibles les meilleurs cours qui y étaient cotés²⁸. Dans son rapport sur le marché en l'an 2000, la SEC note que la dispersion du flux des ordres entre différents marchés n'a pas eu d'effet négatif sur le processus de révélation des cours ni sur la qualité du marché²⁹.

Quant à la fragmentation interne, elle existe déjà sur les marchés boursiers canadiens avec la pratique des courtiers de gérer leurs ordres à l'interne et la

²⁸ *Securities and Exchange Commission Release n° 34-40760*, décembre 1998, p. 8.

²⁹ *Market 2000 Report*, *Securities and Exchange Commission*, janvier 1994.

négociation “ directe ”. Ces causes de fragmentation sont sous le contrôle des Bourses elles-mêmes et ne doivent pas servir à justifier l’interdiction des SNA³⁰.

4.2.2 La concurrence

Comme on l’a dit en parlant du rôle que devaient jouer les autorités en valeurs mobilières, les participants au marché croient que celles-ci ne devraient pas définir de structure de marché, pas plus qu’elles ne devraient s’immiscer dans le marché. Si elles créent un climat qui stimule la concurrence entre les marchés, les investisseurs auront le choix. Des études prétendent que le libre jeu de la concurrence favorisera l’innovation et encouragera les marchés à offrir de meilleurs services et de nouvelles possibilités à leurs membres et aux souscripteurs.

Comme les participants aux marchés boursiers ont tendance à être réfractaires aux nouvelles technologies et à l’innovation, puisqu’elles pourraient affaiblir leur pouvoir d’intermédiaire, les autorités en valeurs mobilières doivent permettre la libre concurrence de manière à ce que les systèmes novateurs puissent se développer. Des observateurs des marchés américains, où les SNA concurrents ont pu exercer leurs activités, sont arrivés à la conclusion que la libre concurrence entre les marchés était bénéfique. Comme le note la SEC dans son rapport sur le marché en l’an 2000, la concurrence entre ces marchés a apporté de nombreux avantages aux utilisateurs³¹.

4.2.3 La consolidation

Dans son rapport sur le marché en l’an 2000, la SEC met de l’avant l’idée selon laquelle les effets de la fragmentation pourraient être annulés par une bonne consolidation des marchés. La consolidation de marchés multiples est un élément essentiel pour préserver un dispositif de révélation des cours efficace entre les concurrents. Cette consolidation comporte deux volets : la consolidation des données et l’intégration des marchés.

Tous les participants au marché doivent avoir pleinement accès à l’information sur les marchés. La consolidation des données permet de s’assurer que tous les participants ont accès à l’information de tous les systèmes, c’est-à-dire à l’information pré-transaction (le volume et les cours acheteur et vendeur sur chacun des marchés) et à l’information post-transaction (les données sur toutes les transactions exécutées sur chacun des marchés).

En outre, tous les participants doivent pouvoir faire exécuter leurs transactions au meilleur cours coté sur l’ensemble des marchés. L’intégration des marchés permet de s’assurer que les participants qui passent un ordre dans un système ont accès au meilleur cours coté sur l’ensemble des marchés au moment de l’exécution.

Les ACVM jugent essentiel l’établissement d’un marché consolidé canadien pour que les SNA puissent exercer leurs activités en faisant concurrence aux marchés traditionnels.

4.2.4 Réglementation des SNA

Si les SNA étaient autorisés à exercer leurs activités sans devoir être membres d’une Bourse, comme c’est le cas maintenant, et s’ils étaient autorisés à faire concurrence aux Bourses, il faudrait qu’ils soient soumis à une quelconque réglementation. À

³⁰ Rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto, Market Fragmentation : Responding to the Challenge, janvier 1997, p. 30.

³¹ Market 2000 Report, Securities and Exchange Commission, janvier 1994.

l'heure actuelle, les participants sont assujettis à la réglementation des membres et à celle des marchés. La réglementation des membres couvre l'inscription des participants, l'attestation et la surveillance des activités de vente. La réglementation des marchés comporte diverses fonctions connexes : établissement de règles sur les pratiques de vente, surveillance et mise en application des règles.

Après avoir considérablement débattu du sujet, la plupart des observateurs croient que le temps est venu d'élaborer un cadre réglementaire approprié qui intègre les SNA, mais sans les obliger à être réglementés par les systèmes à qui ils font concurrence. Une étude récente menée à la *University of Toronto* pour le compte de la Bourse de Toronto conclut qu'il serait difficile pour une Bourse d'être perçue à la fois comme un organisme de réglementation indépendant et comme un concurrent des systèmes de négociation³². Mais on s'entend aussi pour dire que les SNA doivent être soumis à une surveillance et ne doivent pas être autorisés à concurrencer des Bourses hors du champ de compétence des OAR.

La question de savoir comment cette réglementation doit se faire devient primordiale. Si les SNA acquièrent une certaine indépendance face aux Bourses, un autre OAR devra les réglementer. Pour le moment, au Canada, c'est l'ACCOVAM qui est chargée de la réglementation des membres, mais elle ne réglemente pas le marché et aucun organisme indépendant ne le fait. Il est important de savoir que la réglementation du marché ne peut se faire que par un organisme qui a les connaissances et le savoir-faire voulus pour effectuer une surveillance efficace et qui est reconnu comme apte à assumer cette fonction par les commissions des valeurs mobilières.

Aux États-Unis, les SNA ont eu l'avantage de pouvoir s'inscrire en qualité de courtier, sous la surveillance de la NASD-R. La NASD-R est la branche de la NASD chargée de la réglementation. Si elle a la même société mère que le NASDAQ, la NASD-R constitue un organisme distinct, doté de son propre conseil des gouverneurs et de sa propre équipe de direction. Il est clair qu'au Canada, il serait préférable d'avoir un OAR indépendant, capable d'assurer la réglementation des membres et des marchés.

Comme on l'a dit, la réglementation des marchés comporte trois principales fonctions: l'établissement de règles, la surveillance et la mise en application de ces règles. S'il doit y avoir une concurrence juste et soutenue entre marchés alternatifs et marchés traditionnels (les Bourses), le cadre réglementaire doit être établi par les autorités compétentes, soit les commissions des valeurs mobilières. Tant qu'il n'y aura pas de nouvel organisme de réglementation indépendant dans ce pays, la surveillance et la mise en application du cadre réglementaire seront assumées par des OAR établis, déjà reconnus pour exercer ces fonctions. Les SNA auront toutefois la possibilité de choisir parmi ces OAR celui qui leur offrira ces fonctions. En permettant aux SNA de faire ce choix, on donne aux Bourses la possibilité de se faire concurrence sur la base des services qu'elles offrent et de se délester ainsi d'une partie du fardeau financier rattaché à leur rôle d'organisme d'autoréglementation.

4.3 Points particuliers au marché canadien

4.3.1 La concentration

Quelques grandes entreprises dominant le marché des valeurs mobilières canadien. En fait, plus de la moitié du volume de transactions provient des cinq grands courtiers

³² MM. Daniels, Trebilcock, Halpern et Macey, professeurs, *The Toronto Stock Exchange and the Public Interest : A Paradigm in Transition*, *University of Toronto*, 1998, p. 135.

traditionnels appartenant à des banques. Les dix entreprises les plus importantes représentent 80 % du volume de transactions. Cette concentration soulève des questions sur l'influence que peut avoir un petit nombre de firmes sur nos marchés de capitaux. Les observateurs du marché ont plus particulièrement exprimé leurs inquiétudes sur ce qui se passerait si un ou plusieurs des plus grands courtiers créaient chacun leur SNA et l'alimentaient en détournant des Bourses le flux de leurs ordres.

4.3.2 Fragmentation interne et baisse de liquidité

Au Canada, la fragmentation externe (définie précédemment) a pu être évitée en grande partie en raison de l'insistance avec laquelle les Bourses ont défendu le fait que ce problème pouvait prendre de l'ampleur si les marchés alternatifs étaient autorisés à fonctionner sur un marché aussi petit que le marché canadien.

La fragmentation interne, quant à elle, peut se produire lorsque tous les ordres ne sont pas acheminés en un lieu central en vue d'être intégrés à un dispositif de révélation des cours et de permettre à l'ensemble des acheteurs et des vendeurs de participer aux transactions.

Au cours des dix dernières années, la Bourse de Toronto a vu baisser le pourcentage des ordres inscrits au registre électronique et augmenter graduellement celui des ordres jumelés et exécutés hors Bourse puis " imprimés " à la Bourse. Même si ces transactions sont incluses dans le volume total rapporté par la Bourse, elles ne contribuent pas à la liquidité du marché. Quand la majorité des ordres sont jumelés hors du registre électronique, le nombre d'ordres servant à établir les cours acheteur et vendeur reste relativement petit et c'est ce chiffre qui sert à la découverte des cours pour les jumelages hors Bourse. Nombreuses sont les causes de ce mouvement des ordres hors de la Bourse, mais elles découlent directement des modifications apportées aux règles de négociation de la Bourse de Toronto depuis dix ans. Ces modifications ont mené directement à la fragmentation, une fragmentation causée à la fois par la négociation " directe " de blocs de titres et par la gestion à l'interne des flux d'ordres de particuliers.

La participation des institutions sur le marché a augmenté et celles-ci trouvent de plus en plus difficile de jumeler de gros blocs d'actions. Elles s'inquiètent également de devoir dévoiler la taille totale de leurs ordres, car elles risquent ainsi de subir les effets négatifs que cette information peut avoir sur le marché, tous les autres participants étant au courant de leur intention d'acheter ou de liquider de gros blocs. Dans les années 1980, les pupitres de négociation d'institutions spécialisées ont commencé à offrir des services de " magasinage " de blocs qui leur rapportaient, lorsqu'un jumelage était possible, double courtage. En outre, on a souvent demandé aux courtiers de puiser dans leur propre capital pour pallier un manque de liquidité en cas de transactions importantes. Les règles de la Bourse de Toronto ont peu à peu permis les transactions par compensation³³ et les opérations client-contrepartiste³⁴. Les détracteurs de ces règles ont dit que la Bourse de Toronto ne protégeait plus les ordres sur le marché et qu'elle encourageait les courtiers à conclure des ententes

³³ Avant 1970, la transaction par compensation (ou application) pouvait porter sur 85 % d'un ordre, les 15 % restants devant être laissés aux autres parties intéressées, côté acheteur ou vendeur.

³⁴ En 1975, la transaction client-contrepartiste n'était possible que pour les ordres de plus de 400 000 \$. En 1977, la règle était modifiée pour permettre ce type de transactions sur les ordres de 100 000 \$ ou plus, sous réserve de l'application des règles sur la priorité des ordres de la clientèle et sur l'exécution des ordres au meilleur prix. En 1984, toute limite était abolie, il suffisait que le client reçoive un meilleur cours. Enfin, en 1985, ce type de transactions était autorisé dès que le client obtenait un cours au moins égal au cours acheteur ou vendeur.

hors Bourse et à ne recourir à la Bourse que pour faire “imprimer” leurs transactions³⁵.

Le manque de liquidité dans le registre de la Bourse a encore été aggravé par le fait que les grandes firmes de courtage de détail gèrent leur flux d'ordres à l'interne et agissent comme contrepartistes dans des opérations avec leurs clients. En 1985, des modifications ont été apportées à la règle sur les transactions de contrepartie et les courtiers ont été autorisés à acheter de leurs clients au cours acheteur et à leur vendre au cours vendeur, réalisant de ce fait un gain égal à l'écart de cours. Cette pratique a été encore encouragée par la Bourse de Toronto lorsque des modifications ont été apportées aux systèmes de gestion des ordres afin de permettre aux firmes membres de gérer leurs ordres et de les diriger non plus vers la Bourse mais vers leurs pupitres de négociation. Selon le rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto sur la fragmentation, c'est l'une des principales causes expliquant la réduction du flux des ordres à la Bourse. Le rapport recommande que l'on change la règle sur les transactions client-contrepartiste³⁶. Le rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto exprimait des craintes que la gestion des ordres à l'interne ne nuise à la qualité du marché et que l'esprit de clocher des firmes membres ne joue à long terme contre les intérêts de la Bourse de Toronto dans son ensemble³⁷.

Section 5 : FAITS RÉCENTS

5.1 Abandon de la forme mutuelle

En octobre 1998, la Bourse de Toronto publiait le document *Blueprint for Success*, une analyse des défis à relever et des difficultés à surmonter pour la plus grande Bourse au Canada. Le document faisait état d'une nouvelle orientation stratégique pour la Bourse de Toronto, et recommandait l'adoption d'une nouvelle structure de propriété et de régie interne. Il s'agissait, pour la Bourse de Toronto, de ne plus appartenir à des membres mais à des actionnaires, et de se constituer en société à but lucratif régie par un conseil d'administration composé d'un plus grand nombre de représentants recrutés hors du milieu des courtiers en valeurs mobilières.

Le 10 juin 1999, le conseil et les membres de la Bourse de Toronto ont voté en faveur de l'abandon de la forme mutuelle. Cette décision reflète le changement de vision de la Bourse et son désir de répondre à une concurrence accrue de la part d'autres marchés, aussi bien au Canada qu'à l'étranger. Les ACVM croient toutefois que même avec une nouvelle structure organisationnelle, la Bourse de Toronto continuera d'être réglementée comme une Bourse parce qu'elle assumera toujours les fonctions intrinsèques à l'exploitation d'une Bourse et qu'elle doit continuer de respecter son mandat de défense de l'intérêt public. Les ACVM ne concluent pas qu'une nouvelle régie interne rendrait la Bourse de Toronto admissible à fonctionner en tant que SNA.

5.2 Restructuration de la Bourse

En mars 1999, la Bourse de Toronto, la Bourse de Montréal, la Bourse de l'Alberta et la Bourse de Vancouver ont signé une entente de principe visant à restructurer leurs

³⁵ Cette critique a été notée au cours d'un sondage auprès des institutions américaines sur les pratiques de négociation au Canada et elle figure dans le rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto sur la fragmentation.

³⁶ Le rapport recommandait que le courtier soit tenu d'entrer immédiatement les ordres portant sur 1 200 actions ou moins dans le registre électronique et que les transactions client-contrepartiste portant sur 5 000 actions ou moins ne soient autorisées que si le client obtenait un cours plus intéressant que le cours acheteur ou vendeur coté. Les changements ont été apportés en 1998.

³⁷ Rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto, Market Fragmentation : Responding to the Challenge, janvier 1997, p. 75.

activités en fonction de leur domaine de spécialisation. En vertu de cette entente, la Bourse de Toronto deviendrait le principal marché d'actions au Canada, la Bourse de Montréal serait responsable du marché des produits dérivés et la Bourse de l'Alberta et la Bourse de Vancouver fusionneraient pour former un nouveau marché des valeurs de petites entreprises, marché qui engloberait le *Canadian Dealing Network* (CDN). Cette restructuration des Bourses vise à permettre à chacune de miser sur ses forces et de devenir plus concurrentielle dans un milieu en constante évolution, de même qu'à minimiser les doubles investissements en matière d'infrastructure et de services et à rationaliser les activités des firmes membres.

Une baisse de concurrence entre les Bourses se traduirait par un éventail de choix réduit pour les investisseurs. Pour maintenir le choix actuel, il devient plus important encore que les SNA soient autorisés à fonctionner indépendamment des Bourses et qu'ils puissent offrir des services et des marchés concurrents.

En vertu de la proposition de restructuration, la consolidation des marchés devient plus facile puisque chaque SNA n'aura qu'à se relier à la Bourse principale où sont cotées les valeurs qu'il souhaite négocier. Les Bourses elles-mêmes n'auront pas à se relier à d'autres marchés boursiers comme elles devraient le faire si une même valeur était cotée sur deux ou plusieurs Bourses.

La question la plus importante est celle de la surveillance en matière de réglementation. Comme il n'existe pas d'OAR indépendant voué à la réglementation du marché canadien, les SNA devront conclure une entente de surveillance avec une Bourse. Si un SNA négocie un seul type de valeurs mobilières, par exemple des actions de petites entreprises, il pourrait conclure une entente de surveillance avec la Bourse spécialisée dans ce type de valeurs, mais il lui serait aussi possible de choisir une autre Bourse. En outre, si un SNA négocie une large gamme de valeurs, il pourra conclure une entente de surveillance avec une seule Bourse plutôt qu'avec chacune des Bourses sur lesquelles les valeurs sont cotées. L'important pour les autorités, c'est que les SNA s'entendent avec un OAR reconnu et qualifié pour exercer la fonction de surveillance, et que les Bourses qui exploitent des marchés concurrents ne soient pas autorisées à user de leur pouvoir de réglementation pour entraver la concurrence.

Les ACVM examinent l'incidence de la proposition de restructuration à la lumière de la norme canadienne 21-101 et de la norme canadienne 23-101 et elles continueront de modifier les normes ou leurs instructions, au besoin, à mesure que les Bourses feront connaître le détail de leurs plans et que les propositions auront reçu toutes les approbations requises.