

## AVIS DE PUBLICATION

### RÈGLEMENT MODIFIANT LE *RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ*, RÈGLEMENT MODIFIANT LE *RÈGLEMENT 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION* ET MODIFICATIONS DES INSTRUCTIONS GÉNÉRALES Y RELATIVES

#### I. INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient aux fins de consultation, à titre de projets, le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 »), le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») et les modifications des instructions générales y relatives (l'ensemble de ces textes étant désigné par l'expression « les textes sur les SNP »). La période de consultation se terminera le 11 septembre 2003 dans tous les territoires.

#### II. CONTEXTE

Les textes sur les SNP ont pour objet de créer un cadre qui permette la concurrence entre les Bourses traditionnelles et d'autres marchés, tout en garantissant l'équité et l'efficacité des opérations<sup>1</sup>.

Les objectifs de réglementation sont les suivants :

- donner aux investisseurs le choix de la méthode d'exécution et du type de marché;
- améliorer la formation des cours;
- réduire les coûts d'exécution;
- améliorer l'intégrité du marché.

Les textes sur les SNP comportent trois volets :

1. un cadre général qui indique comment les marchés<sup>2</sup> peuvent exercer leurs activités et comment ils sont réglementés;
2. des règles en matière de transparence de l'information et d'intégration des marchés qui visent à réduire au minimum les conséquences négatives découlant du fait que différents marchés négocient le même titre;
3. des règles pour la réglementation des marchés.

#### Le régime actuel

Les exigences prévues par les textes sur les SNP en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> décembre 2001 (les « textes sur les SNP de 2001 ») sont résumées ci-dessous.

---

<sup>1</sup> Pour le contexte, voir les avis publiés dans le Bulletin hebdomadaire de la CVMQ, Vol. XXX, n° 34 (1999), Vol. XXXI, n° 31 (2000) et Vol. XXXII, n° 35 (2001).

<sup>2</sup> Un marché est une Bourse, un système de cotation et de déclaration d'opérations ou un système de négociation parallèle (SNP).

## **1. Titres de participation**

### *i) Transparence*

Les textes sur les SNP de 2001 indiquent les règles de transparence de l'information avant et après les opérations applicables aux marchés sur lesquels se négocient des titres cotés et des titres cotés à l'étranger<sup>3</sup>.

Les ACVM ont reporté jusqu'au 31 décembre 2003 l'entrée en vigueur de l'obligation de fournir de l'information avant et après les opérations à un consolidateur de données en raison du coût de développement de l'agence de traitement de l'information et de l'incertitude planant sur l'évolution du marché. Par conséquent, tous les marchés sont actuellement dispensés de l'obligation de fournir de l'information à une agence de traitement de l'information, à condition de fournir leur information sur les ordres et les opérations à un fournisseur d'information.

### *ii) Intégration des marchés*

L'intégration doit se dérouler en deux phases<sup>4</sup>. Pendant la première, chaque marché est tenu d'établir une connexion électronique avec le marché désigné comme marché principal (celui qui a enregistré le plus grand volume d'opérations sur un titre donné au cours de l'année civile précédente). Nous avons reporté l'intégration complète jusqu'à une date postérieure au 31 décembre 2003 parce que nous souhaitions voir combien de nouveaux marchés seraient créés avant de retenir une solution particulière en vue de l'intégration (créer un intégrateur de marchés ou exiger que les marchés établissent des connexions électroniques les reliant les uns aux autres). Les marchés sont actuellement assujettis aux exigences de la première phase, qu'ils respectent directement ou indirectement.

### *iii) Réglementation des marchés*

Tous les marchés sont tenus de conclure un contrat avec un fournisseur de services de réglementation (FSR). Les adhérents de chaque marché doivent accepter de se conformer aux exigences du FSR<sup>5</sup>. Pour ce qui est des titres de participation, le FSR est Services de réglementation du marché Inc. (RS Inc.). Les SNP et leurs adhérents doivent se conformer à ses règles, les Règles universelles d'intégrité du marché (les « RUIM »).

## **2. Titres d'emprunt publics et titres d'emprunt privés**

### *i) Transparence*

Les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations sont tenus de fournir en temps réel à une agence de traitement de l'information des informations sur les ordres et les opérations sur certains titres d'emprunt publics de référence et sur certains titres d'emprunt publics désignés.

En ce qui concerne les titres d'emprunt privés, les marchés sont tenus de fournir de l'information sur les ordres à une agence de traitement de l'information. En outre, les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers exécutant des opérations hors marché sont tenus de fournir à une agence de traitement de l'information

---

<sup>3</sup> Règlement 21-101, partie 7.

<sup>4</sup> Règlement 21-101, partie 9.

<sup>5</sup> Règlement 23-101, partie 8.

des informations au sujet des opérations sur titres d'emprunt privés dans l'heure qui suit toute opération, jusqu'à concurrence de 2 000 000 \$ pour les titres d'emprunt privés de qualité supérieure et de 200 000 \$ pour les titres d'emprunt privés qui ne sont pas de qualité supérieure<sup>6</sup>. Les SNP existants qui négocient des titres à revenu fixe sont dispensés jusqu'au 31 décembre 2003 des règles de transparence de l'information avant et après les opérations. De plus, les ACVM n'ont pas encore désigné d'agence de traitement de l'information et, par conséquent, les intéressés fournissent actuellement de l'information à CanPX volontairement.

ii) *Intégration des marchés*

Étant donné que les SNP qui négocient actuellement des titres à revenu fixe ont été dispensés des règles de transparence et que nous n'avons pas encore désigné CanPX comme agence de traitement de l'information, l'intégration des marchés ne concerne pas les marchés de titres à revenu fixe<sup>7</sup>.

iii) *Réglementation des marchés*

Les textes sur les SNP de 2001 dispensent tous les marchés négociant des titres à revenu fixe, tous les intermédiaires entre courtiers sur obligations et tous les courtiers qui négocient des titres d'emprunt privés, de l'obligation de conclure un contrat avec un FSR, dès lors qu'ils se conforment au Principe directeur n°5 de l'ACCOVAM, *Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt*, modifié (le « Principe directeur n°5 de l'ACCOVAM »)<sup>8</sup>.

### III. OBJET DES PROJETS DE MODIFICATIONS

Au cours des 18 derniers mois, le personnel des ACVM a :

- chargé un comité sectoriel d'étudier la consolidation des données et l'intégration en ce qui concerne les marchés de titres de participation;
- chargé un consultant, en collaboration avec l'ACCOVAM, de sonder les participants au marché sur les questions d'intégrité du marché des titres à revenu fixe et fait le suivi auprès de certains courtiers;
- formé le Comité de la transparence du marché obligataire (le « comité obligataire ») et collaboré avec lui en vue de déterminer les niveaux de transparence qui seraient appropriés aux titres d'emprunt publics et aux titres d'emprunt privés;
- collaboré avec les organismes d'autoréglementation (OAR)<sup>9</sup> pour élaborer une procédure de mise en œuvre des exigences relatives à la piste de vérification électronique.

Les projets de modifications des textes sur les SNP (les « projets de modifications ») accompagnant le présent avis et résumés ci-après sont le fruit de ces travaux.

#### a) **Consolidation des données et intégration des marchés de titres de participation**

Les ACVM ont chargé un comité sectoriel d'étudier la consolidation des données et l'intégration en ce qui concerne les marchés de titres de participation (le « comité sectoriel »). Le comité sectoriel était présidé par M. Gerry Rocchi, de Barclays Global Investors Canada, auquel nous tenons à exprimer notre gratitude pour son expertise et son leadership. Les membres du comité sectoriel représentaient des marchés, des investisseurs, des courtiers, un fournisseur de services

<sup>6</sup> Règlement 21-101, partie 8 et *Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, partie 10.

<sup>7</sup> Règlement 21-101, partie 9.

<sup>8</sup> Règlement 23-101, articles 8.5, 9.3 et 10.3.

<sup>9</sup> Les OAR qui ont collaboré avec les ACVM sont l'ACCOVAM, RS Inc., la Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels.

de réglementation et des autorités en valeurs mobilières. Ils ont étudié la question de savoir si le marché des titres de participation avait besoin d'un consolidateur de données et d'un intégrateur de marchés.

Le comité sectoriel a déposé son rapport le 7 mars 2003 (joint à l'Annexe A). Il a recommandé aux ACVM de remplacer les règles sur la consolidation des données par certaines normes technologiques qui permettront à RS Inc. d'obtenir les données dont elle a besoin pour surveiller l'activité des marchés. Ces normes seront établies par RS Inc. en consultation avec les intervenants du secteur et soumises à l'approbation des ACVM. Le comité sectoriel a également recommandé que l'on n'impose pas d'intégrateur de marchés. Les autorités en valeurs mobilières obtiendront le même résultat en s'appuyant plutôt sur les règles d'exécution au meilleur prix et d'accès équitable.

Nous entendons mettre en œuvre les recommandations du comité sectoriel :

- i) en créant un comité des normes composé de représentants des intervenants du secteur qui sera chargé d'élaborer les normes applicables aux marchés de titres de participation<sup>10</sup>;
- ii) en modifiant les règles. À cet égard :
  - 1) nous permettrons que l'information sur les ordres et les opérations soit envoyée à un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation (RS Inc.)<sup>11</sup>;
  - 2) nous avons supprimé le concept d'« intégrateur de marchés »<sup>12</sup> et veillerons au respect des obligations des courtiers en matière d'exécution au meilleur prix, ainsi que des obligations des marchés en matière d'accès équitable<sup>13</sup>.

Il ressort des travaux du comité sectoriel qu'une étude plus approfondie du niveau de transparence approprié aux options s'impose. C'est pourquoi les ACVM ont accordé une dispense d'une durée de trois ans de l'application des règles de transparence aux options<sup>14</sup>.

## **b) Modifications de la réglementation du marché des titres à revenu fixe**

Les ACVM et l'ACCOVAM ont retenu les services de Deloitte & Touche pour mener un sondage auprès des participants au marché. On voulait savoir s'ils estimaient que la réglementation actuelle du marché obligataire était suffisante. On leur a également demandé d'indiquer les problèmes qu'ils avaient rencontrés dans leurs pratiques de négociation sur le marché des titres à revenu fixe. Deloitte & Touche a publié son rapport le 13 décembre 2002<sup>15</sup>. En s'appuyant sur ses conclusions et sur les commentaires du personnel des ACVM, l'ACCOVAM a mené enquête auprès des courtiers, pour faire le suivi des problèmes relevés et vérifier si les courtiers se conformaient au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM et aux autres règles relatives à la négociation des titres d'emprunt.

<sup>10</sup> Modifications de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(8) concernant la partie 9.

<sup>11</sup> Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(5) concernant la partie 7.

<sup>12</sup> Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(2) concernant l'article 1.1.

<sup>13</sup> Règlement 21-101, article 5.1 actuel, Règlement 23-101, article 3.1 actuel et modifications du Règlement 21-101, alinéa 1.1(4)b) concernant l'addition de l'article 6.13.

<sup>14</sup> Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(5) concernant l'article 7.5.

<sup>15</sup> Bulletin hebdomadaire de la CVMQ, Vol. XXXIII, n° 49 (Supplément).

L'objet des entrevues des participants au marché à propos de l'intégrité du marché des titres à revenu fixe, d'une part, et du suivi auprès de certains courtiers, d'autre part, était de déterminer s'il fallait adopter de nouvelles règles ou surveiller différemment le marché des titres à revenu fixe. Compte tenu des résultats des travaux de l'ACCOVAM, les ACVM estiment qu'il est inutile d'adopter de nouvelles règles pour assurer l'intégrité du marché des titres à revenu fixe. Les problèmes relevés par l'ACCOVAM étaient notamment le manque de clarté des exigences du Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM et la nécessité que certaines firmes membres adoptent des politiques et des procédures plus détaillées. Nous estimons quant à nous qu'il est possible de régler ces problèmes et leurs éventuels prolongement par l'entremise de l'ACCOVAM, en tant qu'organisme réglementant les courtiers et les SNP. Par conséquent, nous jugeons que l'ACCOVAM peut très bien agir à titre de FSR pour les participants au marché obligataire<sup>16</sup>. À noter que les intermédiaires entre courtiers sur obligations ont été dispensés de l'obligation de conclure un contrat avec un FSR, dès lors qu'ils se conforment au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM<sup>17</sup>.

### c) Consolidation des données relatives aux titres d'emprunt publics

En décembre 2001, les ACVM ont chargé un comité d'étudier certaines questions relatives au marché des titres à revenu fixe. Le comité obligataire se compose de deux représentants des acheteurs, des vendeurs, des intermédiaires entre courtiers sur obligations, d'émetteurs gouvernementaux, d'autorités de réglementation et d'un représentant de CanPX et d'un SNP.

Les travaux du comité obligataire ont surtout porté sur le niveau de transparence adéquat pour les titres d'emprunt publics et les titres d'emprunt privés. Un consensus semble s'être dégagé en ce qui concerne le niveau de transparence approprié aux titres d'emprunt privés, mais les membres ne s'accordent toujours pas sur le niveau de transparence approprié aux titres d'emprunt publics. Certains d'entre eux estiment qu'il faudrait exiger une transparence totale de la part des intermédiaires entre courtiers sur obligations et des systèmes apparentés à des marchés aux enchères anonymes. D'autres considèrent que tous les marchés et intermédiaires entre courtiers sur obligations devraient être assujettis aux mêmes règles de transparence, quelle que soit la méthode d'exécution utilisée. Selon certains, les nouveaux marchés devraient être dispensés de l'application des règles de transparence jusqu'à ce qu'ils aient développé leurs activités, tandis que, selon d'autres, cela désavantagerait injustement les marchés en place.

Les ACVM sont résolues à accroître graduellement la transparence, mais estiment néanmoins qu'il est prématuré d'imposer des règles de transparence au marché des titres d'emprunt publics. C'est le marché qui devrait déterminer le niveau de transparence approprié. Par conséquent, nous avons dispensé tous les participants pendant trois ans de l'obligation de fournir à une agence de traitement de l'information des informations sur les ordres et les opérations sur titres d'emprunt publics<sup>18</sup>. Nous avons indiqué dans l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 (l'« Instruction générale 21-101 ») ce que pourraient être les règles de transparence à la fin de cette période<sup>19</sup>. Entre la mise en œuvre des modifications et l'expiration de la dispense, nous continuerons de collaborer avec le secteur pour définir les niveaux de transparence appropriés aux titres d'emprunt publics et aux titres d'emprunt privés. Nous suivrons l'évolution du marché et, si les niveaux prévus par l'Instruction générale 21-101 ne conviennent pas ou si nous jugeons que la norme de transparence devrait être la même que pour les titres de

<sup>16</sup> Modifications de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation, alinéa 1.1(3)b concernant l'addition de l'article 7.5.

<sup>17</sup> Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation, paragraphe 1.1(4) concernant la suppression du paragraphe 9.3(2) et modifications de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation, alinéa 1.1(3)a concernant l'article 7.3.

<sup>18</sup> Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, paragraphe 1.1(6) concernant l'article 8.3.

<sup>19</sup> Modifications de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, paragraphe 1.1(9) concernant l'article 10.1.

participation, nous modifierons en conséquence le Règlement 21-101 et l'Instruction générale 21-101.

### **Consultation – Question particulière**

Les ACVM voudraient savoir s'il conviendrait de maintenir le statu quo pendant trois ans en accordant une dispense des règles de transparence relativement aux titres d'emprunt publics ou exiger que les intermédiaires entre courtiers sur obligations et tous les marchés fournissent de l'information après les opérations sur titres d'emprunt publics à l'agence de traitement de l'information, sous réserve de certains plafonds et dans l'anonymat le plus complet (sans donner le nom de l'adhérent ou du marché).

#### **d) Consolidation des données relatives aux titres d'emprunt privés**

Les règles applicables aux titres d'emprunt privés seront conservées. Marchés, intermédiaires entre courtiers sur obligations et courtiers devront fournir de l'information après les opérations sur les titres d'emprunt privés désignés à une agence de traitement de l'information, sous réserve de certains plafonds<sup>20</sup>.

À cette fin, nous recommanderons à chaque Commission de statuer qu'il n'est pas contraire à l'intérêt public que CanPX exerce la fonction d'agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunt privés aux termes du Règlement 21-101 pendant trois ans<sup>21</sup>. Une fois que chaque Commission aura pris une décision à son égard, nous aviserons CanPX par courrier et publierons la lettre pour l'information du public. Pendant la période de trois ans, le personnel déterminera s'il faut continuer à assurer la transparence au moyen d'une agence de traitement de l'information ou adopter la solution retenue par le marché des titres de participation, et si le niveau de transparence prescrit est approprié.

#### **e) Intégration des marchés obligataires**

Nous avons adopté la même solution que pour les titres de participation. Nous supprimerons le concept d'« intégrateur de marchés » et veillerons au respect des obligations d'exécution au meilleur prix et d'accès équitable.

#### **f) Exigences relatives à la piste de vérification électronique**

Les exigences relatives à la piste de vérification électronique applicables à tous les courtiers sont énoncées à la partie 11 du Règlement 23-101. La date d'entrée en vigueur du 31 décembre 2003 avait été retenue par souci de concordance avec le passage au mode T+1, qui était alors prévu en juin 2004. Toutefois, étant donné le retard pris par le projet T+1, ainsi que les ressources et les modifications nécessaires à la mise en œuvre de la piste de vérification électronique, nous avons reporté l'échéance.

Les ACVM et les OAR ont publié le 28 mars 2003<sup>22</sup> un avis indiquant qu'au cours des mois suivants :

- RS et la Bourse de Montréal détermineraient quelles données doivent être transmises au FSR;

<sup>20</sup> Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(6) concernant la partie 8 et modifications de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(9) concernant l'article 10.1.

<sup>21</sup> Ceci correspond à l'article 16.2 de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*.

<sup>22</sup> Bulletin hebdomadaire de la CVMQ, Vol. XXXIV, n° 12.

- un comité consultatif serait formé pour déterminer s'il faut établir des normes technologiques communes;
- les OAR sonderaient les courtiers pour savoir s'ils sont prêts à mettre en œuvre la piste de vérification électronique;
- les ACVM et les OAR produiraient un plan de transition détaillé.

Nous avons reporté l'entrée en vigueur des exigences relatives à la piste de vérification électronique jusqu'à la plus rapprochée des deux dates suivantes : le 1<sup>er</sup> janvier 2007 ou la date à laquelle un OAR ou un FSR mettra en œuvre des exigences en la matière<sup>23</sup>.

## **g) Autres modifications**

Nous avons apporté plusieurs autres modifications aux textes sur les SNP. La plupart visent à clarifier les dispositions actuelles. Elles sont résumées ci-après :

### **1) Règlement 21-101**

- Modification de la partie 10 concernant l'information à fournir sur les frais de transaction, pour tenir compte des modifications en matière de consolidation des données<sup>24</sup>;
- Suppression de l'obligation, pour les marchés, de conserver certaines informations, comme le numéro de compte ou l'identificateur du client, la modification, la correction ou l'annulation de l'ordre et les instructions du client ou le consentement qu'il a donné au sujet du traitement de l'ordre<sup>25</sup>. Ces dispositions sont inutiles parce que le courtier conserve cette information.

### **2) Annexes 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4, 21-101A5 et 21-101A6**

- Modification des annexes pour tenir compte de l'Avis 21-302 des ACVM<sup>26</sup>, publié le 24 janvier 2003, qui indique que les ACVM préserveront la confidentialité des formulaires prévus par les annexes<sup>27</sup>.

### **3) Instruction générale relative au Règlement 21-101**

- Clarification du fait qu'un marché est une Bourse, un système de cotation et de déclaration des opérations ou un SNP<sup>28</sup>;
- Indication que les marchés doivent utiliser l'information accessible au public pour calculer les seuils prévus à l'article 6.7 du règlement<sup>29</sup>;
- Modification de l'instruction pour tenir compte de l'Avis 21-302 des ACVM<sup>30</sup>, publié le 24 janvier 2003, qui indique que les ACVM préserveront la confidentialité des formulaires prévus par les annexes<sup>31</sup>.

<sup>23</sup> Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, alinéa 1.1(6)f) concernant le paragraphe 11.2(6).

<sup>24</sup> Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(8) concernant la partie 10.

<sup>25</sup> Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(9) concernant la partie 11.

<sup>26</sup> Bulletin hebdomadaire de la CVMQ, Vol. XXXIV, n° 3.

<sup>27</sup> Modification des Annexes 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4, 21-101A5 et 21-101A6, paragraphe 1.1(1).

<sup>28</sup> Modifications de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(2) concernant l'article 2.1.

<sup>29</sup> Modifications de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(3) concernant le paragraphe 3.4(7).

<sup>30</sup> Bulletin hebdomadaire de la CVMQ, Vol. XXXIV, n° 3.

<sup>31</sup> Modifications de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, paragraphe 1.1(5) concernant le paragraphe 6.1(2).

#### 4) **Règlement 23-101**

- Clarification du fait que les personnes ou sociétés sont dispensées de certaines dispositions du Règlement 23-101 si elles se conforment à des règles similaires imposées par un FSR<sup>32</sup>;
- Clarification du fait que l'adhérent doit se conformer aux ordres et directives que lui donne le fournisseur de services de réglementation à titre de fournisseur de services de réglementation du SNP<sup>33</sup>;
- Addition des mots « si l'ordre est pour le compte d'un initié » par souci de conformité avec les règles de RS Inc.<sup>34</sup>;
- Clarification du fait qu'un dossier tenu conformément à la partie 11 peut être transmis à l'autorité en valeurs mobilières sur demande<sup>35</sup>.

#### 5) **Instruction générale relative au Règlement 23-101**

- Clarification du fait que les personnes ou sociétés sont dispensées de certaines dispositions du Règlement 23-101 si elles se conforment à des règles similaires imposées par un FSR<sup>36</sup>.

### III. **CONSULTATION ET QUESTIONS**

Nous invitons les intéressés à soumettre par écrit des commentaires sur les projets de modifications au plus tard le **11 septembre 2003**.

Adressez vos commentaires à :

Denise Brosseau  
Secrétaire  
Commission des valeurs mobilières du Québec  
800, Square Victoria  
C.P. 246, 22<sup>e</sup> étage, Tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Téléphone : (514) 940-2150  
Télécopieur : (514) 864-6381  
Courriel : consultation-en-cours@cvmq.com

Si vous soumettez vos commentaires par courrier électronique, veuillez également envoyer une disquette les contenant, de préférence en format Word pour Windows.

Vos commentaires ne seront pas confidentiels car la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

---

<sup>32</sup> Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, paragraphe 1.1(2) concernant l'article 2.1.

<sup>33</sup> Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, alinéa 1.1(3)a) concernant l'alinéa 8.4c).

<sup>34</sup> Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, alinéa 1.1(6)c) concernant la partie 11.

<sup>35</sup> Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, alinéas 1.1(6)c) et e) concernant la partie 11.

<sup>36</sup> Modifications de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, paragraphe 1.1(2) concernant l'article 2.1.



Si vous avez des questions, vous pouvez vous adresser à :

Ann Leduc  
Chef du service de la réglementation  
Commission des valeurs mobilières du Québec  
Téléphone : (514) 940-2199, poste 4572  
Courriel : ann.leduc@cvmq.com

Serge Boisvert  
Analyste en réglementation  
Commission des valeurs mobilières du Québec  
Téléphone : (514) 940-2199, poste 4576  
Courriel : serge.boisvert@cvmq.com

Veronica Armstrong  
Senior Policy Advisor, Legal and Market Initiatives  
British Columbia Securities Commission  
Téléphone : (604) 899-6738  
Courriel : varmstrong@bcsc.bc.ca

Glenda Campbell  
Vice-Chair  
Alberta Securities Commission  
Téléphone : (403) 297-4230  
Courriel : glenda.campbell@seccom.ab.ca

Randee Pavalow  
Director, Capital Markets  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Téléphone : (416) 593-8257  
Courriel : rpavalow@osc.gov.on.ca

Tracey Stern  
Senior Legal Counsel, Market Regulation  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Téléphone : (416) 593-8167  
Courriel : tstern@osc.gov.on.ca

## Annexe A

# RAPPORT SOUMIS AU COMITÉ DES AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES SUR LES STRUCTURES DE MARCHÉ

par

## LE COMITÉ SECTORIEL SUR LA CONSOLIDATION DES DONNÉES ET L'INTÉGRATION DES MARCHÉS AU CANADA

LE 7 MARS 2003

### Résumé

Le comité sectoriel sur la consolidation des données et l'intégration des marchés au Canada (le « comité ») est heureux de soumettre son rapport au Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sur les structures de marché.

Le comité a constaté que, dans notre environnement composé de multiples marchés de valeurs, de nombreuses personnes sont en faveur d'une solution en matière de consolidation des données et d'intégration des marchés qui serait mise en œuvre par le marché. Selon le comité, une telle solution, accompagnée d'une clarification des obligations d'exécution au meilleur prix, de l'élaboration de normes communes en matière de consolidation des données et de possibilités d'interconnexion illimitées entre les marchés, est la meilleure que le Canada puisse adopter à l'heure actuelle, en termes d'efficience, de souplesse et d'efficacité. Mis en œuvre par le marché, les principes proposés ici faciliteront le développement, au Canada, de marchés parallèles, concurrentiels et innovateurs, qui respectent les exigences d'intégrité du marché et de protection des investisseurs. Le comité recommande aux ACVM de favoriser cette solution :

1. en adoptant les principes énoncés dans le présent rapport;
2. en participant au développement de normes minimales pour les listes consolidées des données des marchés;
3. en précisant le sens de l'expression « exécution au meilleur prix »;
4. en modifiant le Règlement 21-101, les règles et instructions générales connexes qui traitent de la consolidation des données et de l'intégration des marchés, pour les rendre conformes aux recommandations formulées dans le présent rapport.

Les membres du comité sont disponibles pour répondre aux questions que vous pourriez avoir.

### Contexte

Les ACVM ont formulé des règles et des politiques appropriées à l'établissement de nouveaux marchés au Canada, tout en continuant à faire preuve de leadership sur les marchés des capitaux mondiaux en termes d'efficacité et d'intégrité. Leur dernière mesure en date dans ce domaine a été l'adoption des règles de fonctionnement des marchés (entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> décembre 2001), en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (le Règlement 21-101 et les règles et instructions générales connexes).

Fondamentalement, le Règlement 21-101 et l'instruction générale y relative (aussi appelés « textes sur les SNP ») prévoient que la consolidation des données et l'intégration des marchés se feront par étapes. Le Règlement 21-101 contient également des éclaircissements sur les obligations d'exécution au meilleur prix des participants au marché et des dispositions concernant notamment la vente à découvert.

Les concepteurs du régime ont jugé que la consolidation des données avant et après les opérations et l'intégration des marchés étaient indispensables à l'exploitation simultanée de plusieurs marchés au Canada, exploitation qui causerait autrement certains problèmes de fragmentation.

On a proposé le concept d'intégration des marchés pour offrir un mécanisme garantissant l'exécution des ordres au meilleur prix. On comptait réaliser l'intégration des marchés en exigeant que tous les marchés établissent une connexion électronique avec un « intégrateur de marchés » et se conforment aux exigences de celui-ci, ou qu'ils établissent une connexion avec tous les autres marchés, en l'absence d'intégrateur de marchés. Dans l'intervalle, chaque marché devait établir une connexion avec le marché principal des titres. On assumait à l'origine que tous les marchés seraient, en bout de ligne, reliés les uns avec les autres et pourraient acheminer les ordres de façon à ce qu'ils soient exécutés au meilleur prix et que l'on évite les situations dans lesquelles le cours acheteur est supérieur ou égal au cours vendeur.

On a également proposé de consolider les données parce qu'on estimait que cela était nécessaire pour exécuter les ordres au meilleur prix et garantir l'intégrité des marchés. On comptait y parvenir en exigeant que tous les marchés fournissent des données avant et après les opérations à une « agence de traitement de l'information » avant le 1<sup>er</sup> janvier 2004. Le concept d'agence de traitement de l'information est défini dans les textes sur les SNP. Il était prévu que cette entité diffuserait une liste consolidée dans le marché et que, dans l'intervalle, tous les marchés fourniraient leurs données à un fournisseur d'information.

Bien que la consolidation des données et l'intégration des marchés soient deux notions distinctes, elles sont liées en ce qu'elles visent toutes deux à apporter des réponses aux questions d'intérêt public soulevées par la fragmentation des marchés.

À la suite de la publication des textes sur les SNP, fin 2001, des solutions de rechange à l'imposition de l'intégration des marchés et de la consolidation des données ont été proposées. En outre, la structure de marché des SNP a été mise en œuvre, les Règles universelles d'intégrité du marché (les « RUIIM ») ont été publiées et un fournisseur de services de réglementation indépendant, Services de réglementation du marché Inc. (« RS »), a été reconnu. Toutefois, aucun système de consolidation des données n'a été approuvé, et l'intégration des marchés reste à faire. Les ACVM doivent, avant l'échéance prévue par le Règlement 21-101, établir une procédure d'examen en vue de déterminer la meilleure façon de faire avancer le dossier du système de consolidation des données.

Le comité a été formé pour conseiller les ACVM sur la meilleure façon d'aller de l'avant. Il a pour mandat de faire rapport sur les questions suivantes :

1. La consolidation des données et l'intégration des marchés sont-elles nécessaires au marché canadien?
2. Quelles sont les solutions?
3. Le marché peut-il apporter les solutions?
4. Quels sont les obstacles auxquels fait face le marché à cet égard (coût, systèmes, etc.)?
5. Qui assumera le coût de la solution?
6. Que devraient faire les autorités et les services de réglementation, ainsi que les participants au marché, pour faciliter la mise en œuvre de la solution?

## **Processus**

Le comité est composé de représentants des secteurs clés des marchés des capitaux du Canada : participants au marché, Bourses, systèmes de négociation parallèles, fournisseurs d'information et RS. Certains membres des ACVM ont également pris part aux travaux.

Le comité a adopté un processus expéditif. Il a tenu quatre réunions pour étudier les questions. La première réunion a servi à baliser le terrain; les participants ont présenté leurs recherches pendant la deuxième et la troisième; la dernière a servi à dégager un consensus sur les principales questions et à déterminer quel serait le meilleur modèle pour aller de l'avant. Un procès-verbal des réunions a été tenu.

Les membres du comité se sont penchés sur plusieurs questions clés. Ils se sont notamment demandé si le marché pouvait apporter une solution dans un domaine ou dans un autre, quelles exigences

réglementaires il faudrait prévoir pour que le marché puisse mettre en œuvre une solution souple, quelles mesures il conviendrait de prendre pour qu'une telle solution soit efficace et quelles questions demandaient des recherches plus approfondies ne relevant pas du mandat du comité.

La section suivante expose les principales recommandations du comité.

### **Résumé des recommandations pour les marchés au comptant**

Le comité a décidé de limiter ses travaux aux réalités canadiennes actuelles. Les hypothèses suivantes constituaient le cadre dans lequel devaient s'inscrire ses recommandations :

- a) Les recommandations devaient être pertinentes pour les marchés sur lesquels se négocient les titres de participation des sociétés canadiennes;
- b) Les recommandations devaient s'appliquer aux marchés sur lesquels se négocient les mêmes titres.

Le comité a déterminé qu'il était inutile de centraliser l'intégration des marchés et la consolidation des données pour préserver l'intégrité des marchés des capitaux du Canada. Il a toutefois jugé qu'il était impératif que les principes d'intégrité du marché et d'exécution au meilleur prix soient sérieusement pris en considération dans la formulation des recommandations, que les solutions mises en œuvre par le marché favorisent son efficacité et son efficacité et que les coûts assumés par le secteur canadien soient limités.

Dans ce contexte, le comité a déterminé que les capacités technologiques actuelles du secteur et les relations existant entre ses membres permettraient de répondre adéquatement aux exigences d'intégration des marchés et de consolidation des données, et qu'il fallait mettre à profit les synergies existantes. Le comité a jugé que cette démarche favoriserait l'innovation et la compétitivité du marché, et que les coûts seraient justifiés pourvu que la liste soit viable sur le plan commercial.

Compte tenu de l'analyse effectuée et des opinions exprimées par les membres du comité, les recommandations ont été formulées dans les domaines suivants :

- 1) Mise en œuvre par le marché – La consolidation des données et l'intégration des marchés devaient être fondées sur des principes et mises en œuvre par le marché.
- 2) Intégration des marchés – L'intégration des marchés ne devrait pas être obligatoire. En revanche, la consolidation des données est nécessaire pour garantir l'exécution au meilleur prix. Les ACVM doivent, en collaboration avec RS, préciser ce qu'elles entendent par « exécution au meilleur prix » et « opération canadienne ».
- 3) Consolidation des données – Elle est nécessaire mais ne devrait pas être centralisée. Il faudrait adopter une démarche fondée sur des normes ouvertes, et charger un groupe de travail de définir les caractéristiques de la liste consolidée et d'établir les normes.
- 4) Intégrité du marché – RS doit préciser comment les RUIIM évolueront compte tenu de la démarche proposée.

### **Recommandations pour les marchés au comptant**

- 1) Mise en œuvre par le marché

Le comité a déterminé que la mise en œuvre de solutions par le marché était la façon de procéder la plus équitable et la plus raisonnable étant donné les intérêts divergents des membres de la communauté financière.

La consolidation des données devrait se faire dans un format normalisé, mais les données devraient pouvoir être utilisées par une large gamme d'applications commerciales. Nous ne recommandons pas que cette fonction soit obligatoirement centralisée. Il est toutefois important, pour le marché, que les données consolidées soient largement accessibles.

Nous estimons que toute solution imposée en vue de l'intégration des marchés court le risque d'être trop restrictive et de ne pas être suffisamment souple pour permettre les changements au sein du marché (changements de technologie, de types de marché, de stratégies de négociation, etc.). Nous notons que les structures des marchés du Canada présentent déjà une moindre fragmentation que celles des marchés américains. Nous estimons que les fournisseurs d'accès et les sociétés de gestion des ordres du Canada et des États-Unis offrent actuellement une gamme complète d'options de gestion des flux d'ordres en provenance du Canada, de l'acheminement « intelligent » entièrement automatisé à la sélection manuelle des destinations par les négociateurs à leur terminal. Acheteurs et vendeurs peuvent faire appel à toutes sortes de fournisseurs de technologie pour accéder au marché : la concurrence fournit déjà des solutions complètes et économiques. Ce sont les règles relatives à l'exécution au meilleur prix et la loi de l'offre et de la demande qui devraient déterminer les moyens utilisés par les négociateurs pour accéder à un marché donné. Encore une fois, les négociateurs et les firmes devraient pouvoir déterminer librement le marché le plus avantageux et choisir la meilleure façon de gérer le processus.

Bref, le marché a déjà réglé la question de la connectivité. La réglementation devrait donc porter principalement sur le fonctionnement du marché, au lieu de prescrire la façon dont les marchés doivent établir des connexions entre eux.

Toute solution mise en œuvre par le marché doit être simple, efficace, économique et souple. Elle doit en outre tenir compte des questions d'interopérabilité.

## 2) Intégration des marchés

Selon le comité, il est inutile d'exiger l'intégration pour garantir l'intégrité du marché dès lors que les participants au marché ont accès à de bonnes données consolidées (avant et après les opérations).

Le comité juge que cette démarche encouragerait l'utilisation des capacités technologiques actuelles et des relations existant entre les intervenants du secteur, et qu'elle favoriserait l'adoption d'une solution économique et viable sur le plan commercial. Elle part également du principe que les participants au marché sont responsables de l'exécution au meilleur prix. Cette obligation serait garante de l'intégrité que l'on cherchait à obtenir en intégrant directement les marchés.

Cela ne signifie pas que les participants au marché ne devraient ou ne voudraient pas établir de connexions entre eux. Ils le feront s'ils ont de bonnes raisons de le faire. Le comité s'est d'ailleurs déclaré en faveur de normes ouvertes, pour faire en sorte qu'aucun marché n'ait de critères d'accès restrictifs ou n'empêche un autre marché de se connecter avec lui pour des motifs anticoncurrentiels. Les membres du comité ont également fait valoir que des exceptions pourraient être faites pour des motifs commerciaux objectifs ou des questions de responsabilité. De plus, les marchés devraient pouvoir facturer des frais de connexion aux autres marchés tout comme ils en facturent aux participants. Le non-paiement des frais et un risque de crédit excessif seraient des motifs d'interruption ou d'interdiction de l'accès.

Le comité considère que les décisions relatives à l'exécution au meilleur prix devraient être du ressort des courtiers et des investisseurs du moment qu'elles sont prises en conformité avec les RUIIM. Les courtiers et les investisseurs décident actuellement comment gérer et diriger le flux d'ordres. Cela ne devrait pas changer parce que de nouveaux marchés s'installent au Canada. Dans le cas des titres intercotés, les courtiers et les investisseurs peuvent actuellement diriger le flux d'ordres soit vers une Bourse canadienne, soit vers une Bourse américaine.

Les courtiers et les vendeurs peuvent s'adapter concrètement aux critères d'exécution au meilleur prix. L'exécution au meilleur prix nécessite l'accès aux marchés. Les intérêts

commerciaux des participants et les relations existant entre eux auront tôt fait d'y pourvoir. Les décisions en matière d'accès devront prendre en considération le modèle de fonctionnement du marché, la demande des participants, la liquidité et les risques associés à la négociation sur le marché. Le comité recommande que les marchés soient tenus de donner accès aux autres marchés qui le demandent, selon des modalités raisonnables, mais qu'aucun marché ne soit forcé de se connecter à d'autres marchés.

Le comité estime également qu'il faut définir plus précisément la notion d'exécution au meilleur prix pour tenir compte des divers critères du modèle proposé. La nouvelle définition accordera probablement une importance particulière aux méthodes d'acheminement des ordres et autres processus des participants au marché qui garantissent que les processus sont, de manière générale, conçus pour assurer l'exécution au meilleur prix. Cela est particulièrement vrai parce que les processus des participants au marché qui assurent l'exécution au meilleur prix remplacent effectivement l'intégration forcée des marchés. Le comité a également tenu pour acquis que les fournisseurs d'accès seraient en mesure de faciliter l'exécution au meilleur prix par les participants au marché en offrant un affichage consolidé des données et l'accès direct au moyen de terminaux. Il existe au Canada des fournisseurs d'accès et d'autres systèmes de gestion d'ordres qui permettent d'acheminer les ordres en fonction de différents critères d'exécution au meilleur prix.

À l'heure actuelle, les négociateurs et les investisseurs peuvent aussi choisir le marché sur lequel ils veulent négocier un titre intercoté, en fonction du prix, du volume, de l'incidence sur le marché, du cours des devises ou d'autres facteurs. L'utilisation d'un système de gestion des ordres et le choix du marché peuvent également être fonction de la stratégie de négociation. Un arbitragiste n'utilisera pas les mêmes critères d'exécution au meilleur prix qu'un portefeuilliste. C'est fondamentalement une question de choix. Les solutions mises en œuvre par le marché offriront ce choix. Il sera d'autant plus facile de l'offrir que l'on précisera ce que l'on attend des processus des participants en matière d'exécution au meilleur prix.

Les ACVM, en consultation avec RS, entreprendront de définir les normes d'exécution au meilleur prix en tenant compte des recommandations du comité. Ces parties se sont également engagées à définir ce qui constitue une « opération canadienne ». (Cette définition devrait prévoir l'endroit où l'opération est exécutée, indiquer ce qu'est un titre admissible, quelles sont les parties à l'opération, etc.)

### 3) Consolidation des données

Comme nous l'avons vu, les participants au marché doivent disposer de bonnes données consolidées avant et après les opérations pour que soient facilitées l'exécution au meilleur prix et l'intégrité du marché. Selon le comité, on peut obtenir de telles données sans passer par une centralisation obligatoire et coûteuse. Des solutions mises en œuvre par le marché et viables sur le plan commercial existent.

À l'exception de types spéciaux d'ordres, il est nécessaire, au Canada, de consolider les données avant et après les opérations réalisées sur des marchés négociant les mêmes titres. La consolidation des données en tant que telle n'est pas incompatible avec les exigences contradictoires de transparence et d'anonymat. RS estime que la consolidation des données concernant les ordres exécutés sur des marchés qui ne sont pas des marchés en continu est nécessaire pour faciliter le respect, par les participants au marché, de leurs obligations d'exécution au meilleur prix. En revanche, elle est peut-être inutile pour les marchés sur lesquels seulement certains types d'ordres sont exécutés, comme les ordres au cours du marché, les ordres assortis de conditions particulières, les ordres au dernier cours et les ordres à prix moyen pondéré en fonction du volume, lesquels sont reconnus par les RUIIM. Il faudrait ajouter aux RUIIM les dispositions et les dispenses appropriées pour que les marchés puissent introduire des produits et des outils à l'avenir.

La consolidation des données vise principalement à :

- donner aux principaux participants aux marchés continus de l'information transparente avant et après les opérations;
- faciliter l'exécution au meilleur prix tout en permettant l'utilisation de méthodes de négociation souples;
- faciliter la réglementation des marchés et en favoriser l'intégrité;
- minimiser les coûts additionnels assumés par la communauté financière;
- permettre aux principaux participants de mettre à profit les capacités technologiques et les relations commerciales existantes.

Pour atteindre ces objectifs, le comité recommande un modèle de consolidation des données fondé sur des normes ouvertes. Il estime que le marché peut consolider les données de façon économique, flexible, efficace et concurrentielle dans un cadre normatif. Le cadre proposé trace les grandes lignes d'un modèle qui prévoit l'élaboration d'une liste consolidée pouvant être utilisée par les participants au marché aux fins de l'exécution au meilleur prix et par RS aux fins de la surveillance et de la réglementation des marchés. L'objectif de la liste consolidée est de normaliser le contenu et le traitement des messages de façon à limiter les problèmes de fragmentation que des protocoles de messagerie disparates peuvent entraîner. Plusieurs fournisseurs et marchés pourraient utiliser et diffuser la liste consolidée. Toutefois, chaque marché ne serait tenu d'envoyer ses données consolidées avant et après les opérations à RS qu'aux fins de réglementation. RS ne pourrait pas les rediffuser. La liste comporterait des caractéristiques qui faciliteraient l'exécution au meilleur prix et apaiseraient les inquiétudes en matière d'intégrité des marchés.

Le protocole de la liste devrait tenir compte des normes internationales émergentes de façon à écarter les obstacles à l'accès, faire en sorte qu'il soit possible d'intégrer de façon économique les innovations du marché et veiller à ce que les participants canadiens ne soient ni désavantagés par l'obligation de prendre en charge les disparités régionales, ni indûment lésés par d'éventuels coûts de conversion. La norme émergente est le protocole FIX, que le secteur développe pour gérer le processus de négociation du début à la fin et qui est utilisé au Canada sous une forme ou une autre par tous les fournisseurs d'accès. Son adoption n'empêcherait pas d'utiliser le protocole STAMP actuellement déployé par les marchés primaires du Canada pour l'exécution des opérations et la diffusion des données. Le choix final devrait réaliser un juste équilibre entre l'utilité relative de FIX et le coût à court terme de la conversion des utilisateurs actuels, compte tenu de la probable conversion à FIX, en bout de ligne, de tous les utilisateurs et de la nécessité de conserver plusieurs protocoles pour répondre à tous les besoins dans l'intervalle. Le risque qu'il n'y ait ni offre ni demande pour la liste consolidée serait réduit. De plus, étant donné l'évolution des exigences et de la technologie, une solution flexible et mise en œuvre par le marché présente un réel avantage.

Le comité a également débattu de ce que les normes devraient être et de la façon dont RS utiliserait la liste consolidée pour s'acquitter adéquatement de ses fonctions de réglementation du marché. On a conclu que la consolidation des données par le marché nécessite l'établissement de normes en matière d'horodatage, de connectivité, de protocoles de communication, de données de référence, de déclaration, de contenu, etc. Le comité recommande que ces normes soient élaborées par RS, en consultation avec le secteur et avec les autorités et les services de réglementation participants. Il recommande qu'un groupe de travail soit constitué à cette fin et que les délibérations commencent dès que possible. Une fois les normes établies, RS pourra accréditer toutes les entités qui diffusent la liste consolidée.

Outre l'établissement de normes et la définition des caractéristiques de la liste consolidée, on a conclu que la consolidation des données devait être conçue pour résoudre les problèmes d'exécution au meilleur prix et d'intégrité du marché. On a notamment fait valoir qu'il faudrait peut-être créer des mécanismes pour régler les problèmes de fragmentation liés à l'éclatement

des marchés et au temps d'attente inhérent à ce modèle, en ce qui concerne notamment les transactions hors cours, les ventes à découvert, les opérations en avance sur le marché et les opérations dans lesquelles le cours acheteur est supérieur ou égal au cours vendeur. Il ne sera peut-être pas possible de supprimer le temps d'attente, mais on peut prendre des mesures concrètes pour le quantifier et chiffrer son incidence. RS devra peut-être faire preuve d'une certaine tolérance en ce qui concerne le temps d'attente (cette question est traitée plus avant à la rubrique « Intégrité du marché », ci-dessous). Le groupe de travail sera chargé de trouver des normes appropriées qui permettent de surmonter ces difficultés.

Si des normes appropriées sont élaborées en temps opportun, il est probable que le marché pourra proposer des solutions en matière de consolidation des données dès le 1<sup>er</sup> janvier 2004 ou peu après cette date.

Le comité prend aussi note du fait que la mise en œuvre d'une solution par le marché suppose que les entités qui diffusent des listes consolidées sachent que de nouveaux marchés ont déposé une demande de reconnaissance, et que ces derniers soient tenus de démontrer qu'ils ont pris des arrangements avec au moins une de ces entités avant d'être reconnus comme Bourses ou comme SNP.

#### 4) Intégrité du marché

Comme nous l'avons vu, étant donné les recommandations, RS devra trouver une façon de réglementer efficacement le marché et de surveiller adéquatement le respect des RUIIM.

Le groupe de travail fournira, en collaboration avec RS, les normes permettant de comparer les opérations dans une optique d'exécution au meilleur prix et d'intégrité du marché. RS devra également déterminer comment utiliser les données consolidées et établir des normes pour résoudre les problèmes intrinsèques de fragmentation des marchés en contexte opérationnel. Grâce au modèle de liste consolidée proposé, RS disposera des données dont elle a besoin pour ce faire, mais il lui faudra aussi trouver la meilleure façon de faire face aux transactions hors cours, aux ventes à découvert, aux opérations en avance sur le marché, aux opérations dans lesquelles le cours acheteur est supérieur ou égal au cours vendeur et à d'autres situations, y compris, le cas échéant, en modifiant les RUIIM. RS devra peut-être développer d'autres outils pour utiliser adéquatement la liste consolidée, et elle devra prendre en considération le partage des coûts connexes.

RS devra aussi prendre en compte les problèmes de temps d'attente entre les marchés. Il lui faudra peut-être développer sa position sur ce point lorsqu'elle surveillera les opérations pour vérifier si les RUIIM sont respectées. Ces problèmes peuvent notamment se poser lors d'opérations fondées sur le dernier cours vendeur, comme la vente à découvert.

Les membres du comité font remarquer que les situations dans lesquelles le cours acheteur est supérieur ou égal au cours vendeur devraient pouvoir être dénouées par les forces du marché et les arbitragistes, sauf peut-être sur les nouveaux marchés qui ne sont pas encore bien connus des vendeurs et des négociateurs. Pour pallier cette difficulté, on peut aussi envisager de conserver une obligation de connexion avec le marché principal.

### **Recommandations pour les marchés de dérivés**

La Bourse de Montréal Inc. a déclaré que la consolidation des données n'était pas requise pour les SNP négociant des options, car celles-ci ne sont pas fongibles entre chambres de compensation. Cette situation se présente notamment lorsque les services d'exécution et de compensation sont regroupés, ce qui soulève aussi des questions quant à la signification de l'« exécution au meilleur prix » en ce qui concerne les options. De plus, le marché des options est moins évolué que les marchés au comptant. Étant donné l'incertitude suscitée par ces considérations, nous proposons de consentir une période de transition de deux ans puis de réexaminer la question.



Annexe 1  
Membres du comité

<b>Président</b>	Gerry Rocchi	Barclays Global Investors Canada
<b>Investisseurs</b>	Morgan McCague	Régime de retraite des enseignants de l'Ontario
<b>Courtiers</b>	Jim Mountain	Scotia Capitaux
	Ray Tucker	TD Newcrest Inc.
<b>Fournisseurs d'information</b>	Kirsti Suutari	Reuters Canada Ltée
	Marc Gunter	E*TRADE Technologies Corporation
<b>Services de réglementation</b>	Tom Atkinson	Services de réglementation du marché inc.
	Noelle Wood	Services de réglementation du marché inc.
<b>Marchés</b>	Richard Nesbitt	TSX Markets
	Bruce Garland	Bloomberg Tradebook
	Joe Lombard	Archipelago Canada
	Luc Bertrand	Bourse de Montréal Inc.
<b>Technologie</b>	John Cieslak	TSX IT&T
<b>ACVM</b>	Randee Pavalow	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
	Tracey Stern	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
	Ann Leduc	Commission des valeurs mobilières du Québec
	Yves Cloutier	Commission des valeurs mobilières du Québec