

INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 23-101

LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

TABLE DES MATIÈRES

<u>PARTIE</u>	<u>TITRE</u>	<u>PAGE</u>
PARTIE 1	INTRODUCTION	1
	1.1 Introduction	1
	1.2 Les principes de négociation justes et équitables	1
PARTIE 2	INTERPRÉTATION	1
	2.1 Le mandataire agréé	1
	2.2 Le teneur de marché	1
	2.3 Le courtier	1
PARTIE 3	LA MANIPULATION ET LA FRAUDE	2
	3.1 La manipulation et la fraude	2
PARTIE 4	LA VENTE À DÉCOUVERT	4
	4.1 La vente à découvert	4
PARTIE 5	L'OPÉRATION EN AVANCE SUR LE MARCHÉ ET L'OPÉRATION D'INITIÉ	4
	5.1 L'opération en avance sur le marché et l'opération d'initié	4
PARTIE 6	L'EXÉCUTION AU MEILLEUR PRIX	5
	6.1 L'exécution au meilleur prix	5
PARTIE 7	LES RÈGLES D’AFFICHAGE POUR LES PARTICIPANTS DU MARCHÉ ET LES TENEURS DE MARCHÉ	5
	7.1 Les participants du marché – La transparence avant les opérations	5
	7.2 Le teneur de marché de titres non cotés – Titres de participation et titres privilégiés	6
	7.3 Le teneur de marché de titres non cotés – Titres d'emprunt	7
PARTIE 8	LES OPÉRATIONS DE CONTREPARTIE	7
	8.1 Les opérations de contrepartie	7
PARTIE 9	LES HEURES DE NÉGOCIATION	7
	9.1 Les heures de négociation	7

PARTIE 10	LA SURVEILLANCE ET LES MESURES D'APPLICATION	8
	10.1 La surveillance et les mesures d'application	8
PARTIE 11	LES RÈGLES SUR LA PISTE DE VÉRIFICATION	8
	11.1 Les règles sur la piste de vérification	8

INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 23-101

LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

PARTIE 1 INTRODUCTION

1.1 Introduction – La présente instruction complémentaire a pour objet de présenter les vues des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur diverses questions relatives à la norme canadienne 23-101 *Les règles de négociation* (la « norme »), notamment :

- a) l'analyse de l'optique générale que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont adoptée pour formuler la norme, et de l'objet général de celle-ci;
- b) l'interprétation de divers termes et dispositions de la norme.

1.2 Les principes de négociation justes et équitables – La norme traite de pratiques de négociation précises, mais en règle générale, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières attendent des participants du marché qu'ils traitent de manière ouverte et loyale, selon des principes de négociation justes et équitables.

PARTIE 2 INTERPRÉTATION

2.1 Le mandataire agréé

Le terme « mandataire agréé » est défini à l'article 1.1 de la norme. Dans le cas de titres de participation, de titres privilégiés ou d'options, une bourse reconnue peut être mandataire agréé. Si l'évolution conduit à une autorité unique de contrôle du marché, celle-ci sera le mandataire agréé. Dans le cas de titres d'emprunt, le mandataire agréé sera probablement l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières. Si un marché, un participant du marché, un courtier ou un teneur de marché négocie aussi bien des titres d'emprunt que des titres de participation, des titres privilégiés et des options, le mandataire agréé serait à la fois la bourse pertinente et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

2.2 Le teneur de marché

Le terme « teneur de marché » est défini à l'article 1.1 de la norme. L'expression « sur une base régulière ou continue » ne signifie pas que le courtier doit maintenir un cours affiché pour le titre, mais plutôt qu'il doit se tenir prêt à répondre aux ordres des clients à tout moment.

2.3 Le courtier

Pour l'application de la norme, le terme « courtier » ne s'entend pas d'un courtier qui est un SNA mais désigne en revanche l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le teneur de marché.

PARTIE 3 LA MANIPULATION ET LA FRAUDE

3.1 La manipulation et la fraude

- 1) Le paragraphe 1) de l'article 2.1 de la norme interdit la manipulation de cours et les opérations trompeuses, car ces pratiques peuvent créer une activité de négociation et des cours trompeurs qui nuisent aux investisseurs et à l'intégrité du marché.
- 2) Le paragraphe 2) de l'article 2.1 de la norme prévoit que, nonobstant le paragraphe 1) de l'article 2.1 de la norme, les dispositions touchant la manipulation et la fraude du *Securities Act* (Colombie-Britannique), du *Securities Act* (Alberta), du *Securities Act, 1988* (Saskatchewan) et de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec) respectivement s'appliquent dans chacun de ces territoires. Cela tient au fait que la législation de ces territoires comporte des dispositions comparables au paragraphe 1) de l'article 2.1 de la norme.
- 3) Les articles 2.1 et 2.2 s'appliquent à tout titre soumis à la législation en valeurs mobilières, y compris les contrats à terme et les options sur contrat à terme non cotés.
- 4) Pour l'application du paragraphe 1) de l'article 2.1 et de l'article 2.2 de la norme, sans limiter la portée générale de ces dispositions, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, en fonction des circonstances, estimeraient normalement que les activités suivantes entraînent ou créent une apparence trompeuse d'activité de négociation, ou un prix artificiel, à l'égard d'un titre, ou y contribuent :
 - a) exécuter des opérations sur un titre qui n'entraînent pas de changement de propriétaire véritable. On trouve dans cette catégorie les opérations fictives (« *wash-trading* ») ou arrangées d'avance qui visent à donner l'impression que le marché est actif;
 - b) effectuer des opérations avec l'intention d'inciter d'autres personnes à acheter ou vendre un titre;
 - c) effectuer des opérations ayant pour effet de faire monter ou baisser, ou de maintenir, artificiellement le cours du titre. On trouve dans cette catégorie la passation d'ordres d'achat ou de vente, ou les deux, visant à faire varier le cours de titres dans le but de provoquer une hausse de la valeur d'une position (la vente à cours haut, « *high selling* ») ou de faire monter le cours pour déclencher d'autres opérations sur les titres et ainsi susciter une demande pour les titres que la personne ou société qui effectue la manipulation peut satisfaire en vendant ses titres;
 - d) passer un ou plusieurs ordres dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'ils créent une impression artificielle de participation des investisseurs au marché;

- e) exécuter des opérations arrangées d'avance qui ont pour effet de créer une apparence trompeuse de marché actif ou d'écarter indûment les autres participants du marché;
- f) effectuer une opération dont le but est de reporter le paiement du titre négocié;
- g) entrer un ordre d'achat ou de vente d'un titre sans avoir la capacité et l'intention :
 - i) d'effectuer le paiement nécessaire au règlement correct de l'opération, s'il s'agit d'un achat;
 - ii) de livrer les titres nécessaires au règlement correct de l'opération, s'il s'agit d'une vente.

On trouve notamment dans cette catégorie le tirage à découvert (« *kiting* »), qui consiste pour une personne ou une société à éviter de payer ou de livrer des titres en règlement d'une opération ;

- h) exécuter une opération ou une manœuvre ou se livrer à une pratique qui entrave indûment le jeu normal de l'offre et de la demande d'un titre ou qui limite ou réduit artificiellement le flottant d'un titre d'une manière dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle entraîne la fixation d'un cours artificiel ;
 - i) se livrer à toute manipulation au moyen de négociations visant à accroître la valeur d'une position sur dérivés.
- 5) Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ne considèrent pas que des activités de stabilisation du marché effectuées à l'occasion d'un placement contreviennent au paragraphe 1) de l'article 2.1 ou à l'article 2.2 de la norme, si elles se font conformément aux règles du marché où se négocient les titres ou aux dispositions de la législation en valeurs mobilières qui permettent la stabilisation du marché à l'occasion d'un placement.
- 6) Les articles 2.1 et 2.2 de la norme s'appliquent aux opérations tant sur le marché que hors marché. Pour établir si une opération crée une apparence trompeuse d'activité de négociation à l'égard d'un titre, un cours artificiel ou si elle y contribue, il peut être pertinent de savoir si elle a lieu sur le marché ou hors marché. Ainsi, un transfert de titres à une société de portefeuille qui s'effectue de bonne foi hors marché ne constitue pas, en règle générale, une contravention aux articles 2.1 ou 2.2, même s'il s'agit d'un transfert sans changement de propriétaire véritable.
- 7) Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières sont d'avis que l'article 2.1 de la norme ne fait pas naître de droit privé d'action.

PARTIE 4 LA VENTE À DÉCOUVERT

4.1 La vente à découvert – Le paragraphe 1) de l'article 3.1 de la norme fait référence à ce qu'il est convenu d'appeler la règle de « l'échelon zéro » (« *zero tick* »), selon laquelle une vente à découvert peut être effectuée à un prix supérieur ou égal au dernier cours de vente, peu importe qu'il ait lui-même été inférieur ou supérieur à celui de la dernière opération effectuée à un cours différent.

PARTIE 5 L'OPÉRATION EN AVANCE SUR LE MARCHÉ ET L'OPÉRATION D'INITIÉ

5.1 L'opération en avance sur le marché et l'opération d'initié

- 1) Le paragraphe 1) de l'article 4.1 de la norme interdit à toute personne ou société d'acheter ou de vendre des titres sur un marché en avance sur un ordre portant sur ces titres. Cette pratique est communément appelée « opération en avance sur le marché » (« *front running* »).
- 2) Le paragraphe 2) de l'article 4.1 de la norme interdit à toute personne ou société d'informer, autrement que dans le cours nécessaire des affaires, une autre personne ou société d'un ordre portant sur des titres ou de l'achat ou de la vente éventuel de titres sur un marché, si ces renseignements n'ont pas fait l'objet d'une diffusion générale. Cette pratique s'appelle « communication d'information privilégiée » (« *tipping* »).
- 3) Les paragraphes 1) et 2) de l'article 4.2 de la norme interdisent à toute personne ou société d'effectuer des opérations en exploitant sa connaissance d'un fait important ou d'un changement important non diffusé à l'égard d'un émetteur étranger non assujetti ou de communiquer ces renseignements à une autre personne ou société. Bien que la législation canadienne en valeurs mobilières de la plupart des territoires et le droit des sociétés de certains d'entre eux interdisent également les opérations d'initié et la communication d'information privilégiée, ces dispositions s'appliquent aux émetteurs assujettis et, en règle générale, aux émetteurs non assujettis constitués en vertu de la loi sur les sociétés en cause. Les paragraphes 1) et 2) de l'article 4.2 de la norme s'appliquent seulement si l'émetteur n'est pas constitué en vertu des lois du Canada ou d'un territoire et n'est pas émetteur assujetti. Les dispositions de ces paragraphes sont nécessaires parce qu'un SNA peut négocier des titres étrangers.
- 4) L'article 4.3 de la norme prévoit des moyens de défense contre les interdictions prévues aux articles 4.1 et 4.2 de la norme. Pour établir si une personne ou société était effectivement au courant, pour l'application de l'alinéa d) du paragraphe 2) de l'article 4.3 de la norme, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières vérifieront notamment si la personne ou société a adopté et appliqué des politiques et procédures raisonnables pour éviter que les personnes qui prennent ou influencent des décisions d'investissement en son nom ne contreviennent aux articles 4.1 et 4.2 de la norme et pour prévenir la transmission de renseignements en contravention de ces articles, et elles évalueront l'importance de ces mesures. Ces politiques et procédures sont communément appelées « muraille de Chine ».

PARTIE 6 L'EXÉCUTION AU MEILLEUR PRIX

6.1 L'exécution au meilleur prix

- 1) Selon le paragraphe 1) de l'article 5.1 de la norme, le courtier agissant comme mandataire d'un client doit faire des efforts raisonnables pour que son client reçoive le meilleur prix d'exécution sur un achat ou une vente de titres. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment qu'à cet égard, le courtier doit également se demander s'il ne conviendrait pas, compte tenu des circonstances, d'envisager des marchés à l'extérieur du Canada.
- 2) Le paragraphe 2) de l'article 5.1 de la norme interdit au courtier qui agit comme mandataire d'un client d'exécuter une opération sur un marché alors qu'il serait possible de la réaliser à un meilleur prix sur un autre marché ou avec un teneur de marché. Dans un contexte de concurrence entre de multiples marchés, il est important que tous les investisseurs aient accès au meilleur prix pour leurs ordres au moment de l'exécution. En l'absence de consolidation de ces marchés, il pourrait y avoir fragmentation si les épargnants n'obtiennent pas l'information sur le meilleur prix disponible ou s'ils sont incapables d'avoir accès au meilleur prix. Afin d'atténuer les effets négatifs de la fragmentation des marchés, il est essentiel d'intégrer ces marchés et d'empêcher la négociation d'une opération sur un marché alors qu'un meilleur prix peut être obtenu sur un autre marché.
- 3) Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment que, pour satisfaire à ses obligations fiduciaires envers un client, le courtier doit faire des efforts raisonnables afin d'obtenir un prix inférieur pour un ordre d'achat ou un prix supérieur pour un ordre de vente, par rapport au cours indiqué dans l'affichage consolidé du marché, en affichant une meilleure demande ou une meilleure offre. À cette fin, le courtier devrait avoir un système de gestion des ordres ayant la capacité d'offrir l'amélioration de prix.

PARTIE 7 LES RÈGLES D'AFFICHAGE POUR LES PARTICIPANTS DU MARCHÉ ET LES TENEURS DE MARCHÉ

7.1 Les participants du marché – La transparence avant les opérations

- 1) Aux termes de l'article 6.1 de la norme, chaque participant du marché doit immédiatement fournir au marché dont il est participant le cours vendeur, le cours acheteur et la taille des ordres reçus de clients et portant sur des titres cotés. Le marché est à son tour obligé, en vertu de la partie 7 de la norme canadienne 21-101, de fournir ces données au consolidateur de données.
- 2) Une exception est prévue dans le cas d'ordres portant sur des titres de participation ou des titres privilégiés et ayant une valeur supérieure à 100 000 \$ ou d'ordres portant sur plus de 100 contrats d'options. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières reconnaissent que l'affichage des ordres portant sur des blocs ajouterait à la transparence du marché. En pratique, cependant, les ordres portant sur des blocs diffèrent des autres ordres. Par exemple, les courtiers négocient souvent

les conditions de traitement des ordres portant sur des blocs. L'un des principaux objectifs visés par les règles d'affichage est d'améliorer les possibilités de traitement et d'exécution offertes aux clients qui n'ont pas le pouvoir de négocier de meilleures conditions. Du fait que la plupart des investisseurs qui négocient des blocs ont ce pouvoir, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont choisi de ne pas imposer l'affichage des ordres portant sur des blocs.

- 3) La norme ne prévoit pas d'obligation pour le participant du marché de fournir d'information sur les opérations sur les titres cotés parce que le marché est tenu de transmettre au consolidateur de données certaines informations au sujet des opérations qui y sont exécutées, en vertu de la partie 7 de la norme canadienne 21-101.
- 4) Sauf dans le cas d'ordres couverts par l'exception prévue à l'article 6.1 de la norme, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières comptent que le marché affichera l'ordre le plus tôt possible après la réception, ce qui suppose, dans les conditions normales, que l'ordre soit affiché dans les 30 secondes suivant la réception. Elles notent également que l'ordre annulé ou retiré dans les 30 secondes après la réception n'a pas à être fourni au marché.

7.2

Le teneur de marché de titres non cotés – Titres de participation et titres privilégiés

- 1) Selon le paragraphe 1) de l'article 6.2 de la norme, chaque teneur de marché qui se déclare disposé à acheter ou vendre des titres de participation ou des titres privilégiés qui sont des titres non cotés doit fournir au consolidateur de données le cours vendeur, le cours acheteur et la taille de ses ordres; ainsi que le cours vendeur, le cours acheteur et la taille des ordres à cours limité de clients qui amélioreraient le cours vendeur ou acheteur de ses propres ordres, à moins que l'ordre n'ait été présenté sur un marché. Le terme « ordre à cours limité de client » est défini dans la norme comme un ordre d'achat ou de vente d'un titre à un cours indiqué, qui ne provient pas d'un courtier. Ce terme embrasse les ordres transmis par un courtier pour le compte d'un client. Une exception est prévue pour les ordres ayant une valeur supérieure à 100 000 \$. Ainsi qu'il a été indiqué à l'article 6.1, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières reconnaissent que le traitement des ordres portant sur des blocs est différent de celui des autres ordres.
- 2) Selon le paragraphe 2) de l'article 6.2 de la norme, le teneur de marché de titres de participation ou de titres privilégiés qui sont des titres non cotés fournit au consolidateur de données certaines informations au sujet de toutes les opérations exécutées sur ces titres, à moins que l'ordre n'ait été présenté sur un marché.
- 3) La règle prévoyant l'affichage des informations avant les opérations et après les opérations, établie à l'article 6.2 de la norme, sera mise en œuvre par étapes sur une période d'un an. Il est prévu que, pour commencer, l'information sera fournie au consolidateur de données en fin de journée. Les détails concernant la mise en œuvre, y compris la date où il faudra commencer à fournir l'information, seront arrêtés par le consolidateur de données. Il est prévu qu'au terme de la période d'un an, l'information sera fournie au consolidateur de données en temps réel.

7.3 Le teneur de marché de titres non cotés – Titres d'emprunt

- 1) Selon le paragraphe 1) de l'article 6.3 de la norme, chaque teneur de marché qui se déclare disposé à acheter ou vendre des titres d'emprunt doit fournir au consolidateur de données le cours vendeur, le cours acheteur et la taille de ses ordres; ainsi que le cours vendeur, le cours acheteur et la taille des ordres à cours limité de clients qui amélioreraient le cours vendeur ou acheteur de ses propres ordres, à moins que l'ordre n'ait été présenté sur un marché.
- 2) Selon le paragraphe 2) de l'article 6.3, le teneur de marché de titres d'emprunt fournit à l'agence de traitement de l'information au sujet de toutes les opérations exécutées sur ces titres, à moins que l'opération n'ait été exécutée sur un marché.
- 3) La règle prévoyant l'affichage des informations avant les opérations et après les opérations, établie à l'article 6.3 de la norme, sera mise en œuvre par étapes sur une période d'un an. Il est prévu que, pour commencer, l'information sera fournie à l'agence de traitement de l'information en fin de journée. Les détails concernant la mise en œuvre, y compris la date où il faudra commencer à fournir l'information, seront arrêtés par l'agence de traitement de l'information. Il est prévu qu'au terme de la période d'un an, l'information sera fournie à l'agence de traitement de l'information en temps réel.

PARTIE 8 LES OPÉRATIONS DE CONTREPARTIE

8.1 Les opérations de contrepartie

Le paragraphe 1) de l'article 7.1 de la norme interdit les opérations de contrepartie par un participant du marché pour des ordres ayant une valeur totale égale ou inférieure à 100 000 \$, à moins d'acheter à un prix supérieur ou de vendre à un prix inférieur à la meilleure demande ou à la meilleure offre affichée sur le marché consolidé. Les opérations de contrepartie devraient s'effectuer aux conditions du marché et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières comptent que le participant du marché ne se portera pas contrepartie à moins qu'il n'ait confiance que l'opération de contrepartie permet l'exécution au meilleur prix de l'ordre du client.

PARTIE 9 LES HEURES DE NÉGOCIATION

9.1 Les heures de négociation

- 1) Selon l'article 9.1 de la norme, chaque marché établit des règles concernant les heures de négociation pour les participants du marché. Un marché peut autoriser les négociations hors séance sans limite de cours.
- 2) Le SNA peut négocier hors séance à des cours en dehors des cours acheteur et vendeur de clôture fixés par le marché sur lequel le titre est inscrit ou coté.

PARTIE 10 LA SURVEILLANCE ET LES MESURES D'APPLICATION

10.1 La surveillance et les mesures d'application

- 1) Selon le paragraphe 2) de l'article 10.1 de la norme, la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations doit prendre les mesures d'application des règles établies par le paragraphe 1) de l'article 10.1 de la norme et surveiller le respect de celles-ci, soit directement, si une autorité canadienne en valeurs mobilières l'a autorisé à cette fin, soit par l'intermédiaire d'un mandataire agréé. À l'heure actuelle, toutes les bourses au Canada ont été autorisées à cette fin.
- 2) Selon l'article 10.2 de la norme, le mandataire agréé doit établir des règles pour le marché ou le courtier qui n'exécute pas les opérations sur un marché et conclure une entente avec le marché ou le courtier. Une entité d'autoréglementation peut être mandataire agréé.

Par exemple, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières prévoient que l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières sera le mandataire agréé pour les SNA, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les teneurs de marché négociant des titres d'emprunt.

PARTIE 11 LES RÈGLES SUR LA PISTE DE VÉRIFICATION

11.1 Les règles sur la piste de vérification

- 1) Selon l'article 11.1 de la norme, le courtier est tenu d'enregistrer sous forme électronique et de déclarer certains éléments d'information au sujet des ordres qu'il reçoit portant sur des titres de participation, des titres privilégiés ou des options cotés. Les informations sur les ordres doivent être transmises au marché sur lequel ils sont exécutés dans le cas d'une bourse ou à un mandataire agréé si le marché est un SNA ou si l'ordre n'est pas exécuté sur un marché. L'article 11.2 établit une règle semblable pour les titres d'emprunt.
- 2) Les obligations prévues à la partie 11 visent à permettre à l'entité chargée de la surveillance de constituer une piste de données sur les ordres, les cotations et les opérations qui renforcera ses capacités de surveillance et d'examen. Le marché ou le mandataire agréé peut établir des règles supplémentaires pour la transmission des informations.