

Avis de publication des ACVM

Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation et modification de l'instruction générale connexe

Le 26 janvier 2017

I. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) ont approuvé des modifications au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **règlement**) et à l'instruction générale connexe (l'**instruction générale**) (collectivement, les **modifications**).

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

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.nssc.novascotia.ca
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications entreront en vigueur le 10 avril 2017.

II. Objet

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

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

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

III. Contexte

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

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

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

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

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

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

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

IV. Modifications

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

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

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

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

V. Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

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

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

VI. Points d'intérêt local

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

VII. Annexes

- A. Liste des intervenants;
- B. Résumé des commentaires et réponses des ACVM.

VIII. Questions

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

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

ANNEXE A

Liste des intervenants

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

ANNEXE B

Résumé des commentaires et réponses des ACVM

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

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

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

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