



Annexe C

Commentaires reçus en réponse à

l'Avis de l'OCRCVM 18-0231 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM

Projet de modification concernant l'amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible

Le 13 décembre 2018, l'OCRCVM a publié l'Avis [18-0231](#) sollicitant des commentaires sur le Projet de modification concernant l'amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible (le **Projet de modification**). L'OCRCVM a reçu des commentaires sur le Projet de modification de la part de :

NEO Bourse Inc. (**NEO**)

Independent Trading Group (**ITG**)

TriAct Canada Marketplace LP (**TriAct**)

Groupe TMX limitée (**TMX**)

Scotia Capitaux Inc. (**Scotia**)

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (**ACCVM**)

Nasdaq CXC Limited (**Nasdaq**)

Canadian Security Traders Association, Inc. (**CSTA**)

CNSX Markets Inc. (**CSE**)

M. Samuel Samson (**M. Samson**)

Il est possible de consulter ces lettres de commentaires sur le site Internet de l'OCRCVM (www.ocrcvm.ca). Le tableau ci-dessous résume ces commentaires et nos réponses.



Libellé des dispositions après l'adoption des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires additionnels de l'OCRCVM
6.6 Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible (1) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès saisit sur un marché un ordre d'achat ou de vente d'un titre, cet ordre peut être exécuté au moyen d'un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté moyennant l'un des cours suivants : a) un meilleur cours; b) le meilleur cours vendeur, s'il s'agit d'un achat, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies : (i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard et est assorti d'une valeur supérieure à 30 000 \$, ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,	Appui au projet	
	Sept intervenants appuient généralement le Projet de modification et l'ajout au paragraphe 6.6 des RUIM d'un seuil de valeur de 30 000 \$ lié au seuil de volume actuel de 50 unités de négociation standard. Selon les intervenants, le Projet de modification : • remédierait à certaines évolutions du marché qui sont contraires aux objectifs visés par le paragraphe 6.6 des RUIM; • se fonde sur une analyse rigoureuse de la question, à l'aide des données de négociation; • n'aurait pas de conséquences imprévues. (NEO, TMX, Scotia, ACCVM, Nasdaq, CSTA, CSE)	Nous prenons note de ces commentaires.
	Opposition au projet	
	<u>Généralités</u> Deux intervenants s'opposent au projet en raison de ses effets négatifs : • sur l'accès des investisseurs de détail aux marchés opaques; • sur la liquidité des titres à faible cours (titres dont le cours est inférieur à 0,10 \$); • sur les coûts de négociation. Ces intervenants estiment que le projet, dans sa forme actuelle :	Nous prenons note de ces commentaires. Les exigences concernant l'amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible figurant dans le paragraphe 6.6 des RUIM permettent les opérations invisibles tout en préservant la formation des cours. À cette fin, nous exigeons qu'un ordre invisible procure un meilleur cours lorsqu'il est négocié contre des ordres actifs



Libellé des dispositions après l'adoption des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires additionnels de l'OCRCVM
(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre de vente du titre qui est inclus dans le calcul du meilleur cours vendeur n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours vendeur; (c) le meilleur cours acheteur, s'il s'agit d'une vente, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies : (i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard et est assorti d'une valeur supérieure à	• n'est pas suffisamment fondé sur des données et n'analyse pas les conséquences de sa mise en œuvre; • limitera la négociation des titres à faible cours sur les marchés opaques au Canada, ce qui limitera dans les faits la liquidité des sociétés à faible capitalisation et augmentera les coûts associés à la négociation de ces titres; • fait qu'il sera difficile pour les non-initiés et les investisseurs non institutionnels de participer à un marché opaque sans compromettre le cours ou payer des frais plus élevés; • nuira à tous les participants au marché et n'aidera pas le marché dans son ensemble. (ITG, TriAct) <u>Niveau du seuil</u> Trois intervenants jugent que le seuil de valeur de 30 000 \$ est trop élevé et qu'il aura une incidence négative sur le marché. (ITG, TriAct, M. Samson)	« de petite envergure »³ qui seraient autrement exécutés contre des ordres affichés. Nous avons examiné les seuils actuellement utilisés pour tenir compte des ordres « de petite envergure » dans le paragraphe 6.6 des RUIM et avons constaté qu'un pourcentage disproportionné d'ordres visant des titres à faible cours et ayant une faible valeur théorique n'obtenaient pas un meilleur cours que les ordres visant des titres à cours plus élevé. Ce résultat est incompatible avec les objectifs de cette règle. L'analyse des données effectuée par l'OCRCVM a révélé une augmentation de la liquidité et de la négociation des titres à faible cours sur les marchés opaques, ce qui pourrait nuire à la formation du cours de ces titres. En vertu du Projet de modification, un ordre peut toujours être exécuté contre un ordre invisible, mais il peut l'être sans obtenir un meilleur cours seulement si son volume et sa valeur sont suffisamment importants. Cela permettra selon nous de mieux répondre à l'objectif de préservation de la formation des cours visé par la règle, lequel est un élément fondamental d'un marché équitable et efficient⁴ et permet de traiter équitablement les investisseurs qui affichent leurs ordres.

³ Un ordre « de petite envergure » s'entend d'un ordre visant au plus 50 unités de négociation standard, ce qui correspond à 5 000 unités d'un titre se négociant à un cours d'au moins 1,00 \$ l'unité, à 25 000 unités d'un titre se négociant à un cours d'au moins 0,10 \$ l'unité ou à 50 000 unités d'un titre se négociant à un cours inférieur à 0,10 \$ l'unité. – Avis sur les règles de l'OCRCVM [12-0130](#) – Avis d'approbation – RUIM – *Dispositions concernant la liquidité invisible* (13 avril 2012), page 8.

⁴ Avis de l'OCRCVM 10-0303 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – *Énoncé de position conjoint 23-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières – La liquidité invisible sur le marché canadien* (19 novembre 2010), page 12.



Libellé des dispositions après l'adoption des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires additionnels de l'OCRCVM
30 000 \$, ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$, (ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre d'achat du titre qui est inclus dans le calcul du meilleur cours acheteur n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours acheteur. (2) L'alinéa (1) ne s'applique pas si l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès est l'un des ordres suivants : a) un ordre de base; b) un ordre au cours du marché; c) un ordre au cours de clôture; d) un ordre au dernier cours; e) un ordre au premier cours;		Comme l'explique la section 2.5 de l'Avis de l'OCRCVM 18-0231, l'OCRCVM a analysé les données de négociation historiques afin de déterminer le seuil de valeur le plus approprié. À notre avis, le seuil proposé permettra toujours d'exécuter les ordres volumineux sans qu'ils soient tenus de procurer un meilleur cours, ce qui cadre avec nos objectifs.
	Examen par l'OCRCVM des seuils prévus par les RUIM	
	Trois intervenants félicitent l'OCRCVM pour avoir examiné tous les seuils de valeur et de volume actuellement utilisés dans les RUIM. (NEO, Nasdaq, Scotia)	Nous prenons note de ces commentaires.
	Solution de rechange	
	Deux intervenants suggèrent d'augmenter les volumes d'actions prévus par la définition d'« unité de négociation standard » au lieu d'imposer le seuil de valeur proposé. Selon ces intervenants, l'augmentation des volumes d'unités de négociation standard : - serait une solution plus facile à mettre en œuvre et à respecter; - n'aurait pas d'effet sur le marché ni de conséquences imprévues. (ITG, M. Samson)	Comme l'explique la section 2.6 du Projet de modification, « Solutions envisagées », l'OCRCVM a étudié différentes solutions qui permettraient le mieux de modifier les seuils actuels. Nous jugeons que l'ajout du seuil de valeur proposé est la solution la moins complexe et répondrait efficacement à nos objectifs.



Libellé des dispositions après l'adoption des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires additionnels de l'OCRCVM
f) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume; g) un ordre inférieur à une unité de négociation standard.	Autres modifications suggérées Deux intervenants suggèrent que l'OCRCVM examine ce qui définit un ordre « volumineux » : • pour déterminer si la valeur théorique actuelle de 100 000 \$ qui sert à définir un ordre « volumineux » permet d'atteindre les objectifs du paragraphe 6.6 des RUIM; (Nasdaq) • pour harmoniser la définition d'ordre « volumineux » et son application dans l'ensemble des dispositions applicables des RUIM; • pour élaborer une formule et fixer un seuil à l'égard des ordres « volumineux » et mettre à jour ce seuil périodiquement; • pour obliger les marchés à préciser qu'un ordre est classé comme « volumineux » au moyen d'un champ privé communiqué aux participants. (Scotia) NEO suggère, dans le cadre de l'examen général des seuils prévus par les RUIM et de l'examen des pratiques d'internalisation effectué en collaboration avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), de prendre en considération d'autres évolutions du marché qui sont contraires à l'objectif prévu des exigences concernant les ordres invisibles, par exemple la	Le Projet de modification se limite aux ordres de petite envergure ayant une faible valeur théorique. Nous pourrions modifier dans l'avenir d'autres seuils prévus par les RUIM, selon les résultats de la consultation menée dans le cadre de l'Avis conjoint des ACVM et de l'OCRCVM – Avis du personnel 23-406 – Internalisation du marché canadien des titres de capitaux propres⁵. Ce document a été publié pour commentaires le 12 mars 2019.

⁵ [Avis de l'OCRCVM 19-0045.](#)



Libellé des dispositions après l'adoption des Modifications	Résumé des commentaires	Réponse et commentaires additionnels de l'OCRCVM
	prolifération de divers programmes de teneur de marché prévoyant une garantie d'exécution minimum.	
	Période de mise en œuvre	
	Trois intervenants appuient la période de mise en œuvre proposée de 90 jours. (NEO, TMX, CSE) Scotia estime que les marchés supporteront la majeure partie des efforts de mise en œuvre. Deux intervenants recommandent plutôt une période de mise en œuvre de 180 jours. (ACCVM, TriAct)	Nous prenons note de ces commentaires. Nous avons prévu une période de mise en œuvre de 180 jours afin de donner à toutes les parties intéressées suffisamment de temps pour la mise en œuvre.
	Autres	
	L'ACCVM craint que le rejet des ordres de petite envergure en vertu des critères imposés par le Projet de modification ne crée des retards qui nuiraient à la capacité de réaliser la meilleure exécution de ces ordres.	Si le Projet de modification est approuvé, nous attendons des courtiers qu'ils évaluent ses effets sur leur approche visant le respect de l'obligation de meilleure exécution et apportent les modifications nécessaires avant la mise en œuvre.