

AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles Note d'orientation RUIM

Destinataires à l'interne :
Affaires juridiques et conformité
Détail
Haute direction
Institutions
Pupitre de négociation

Personne-ressource :

James E. Twiss
Vice-président à la politique de la réglementation du
marché
Téléphone : 416 646-7277
Télécopieur : 416 646-7265
Courriel : jtwiss@iiroc.ca

12-0040
Le 2 février 2012

Note d'orientation sur la mise en œuvre de coupe-circuits pour titre individuel

Récapitulatif

Le présent Avis sur les règles donne des directives sur l'exercice du pouvoir prévu actuellement aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM)¹ d'interrompre la négociation d'un titre donné en conséquence de l'établissement de seuils de déclenchement pour un titre unique (désignés maintenant comme « coupe-circuits pour titre individuel ») pour faciliter l'interruption – sur tous les marchés – de la négociation d'un titre dont le cours fluctue rapidement. Les directives précisent et éclairent davantage l'exercice du pouvoir prévu aux RUIM de modifier ou d'annuler les transactions qui peuvent avoir lieu après le déclenchement d'un coupe-circuit pour titre individuel².

¹ L'alinéa 10.9a) des RUIM confère au responsable de l'intégrité du marché le pouvoir de retarder, d'interrompre ou de suspendre, à tout moment, les négociations aussi longtemps qu'il le juge approprié en vue de préserver le bon fonctionnement d'un marché équitable.

² L'alinéa 10.9d) des RUIM confère au responsable de l'intégrité du marché le pouvoir de modifier ou d'annuler toute transaction s'il juge qu'elle est déraisonnable ou ne respecte pas les RUIM ou les Politiques.



Contexte

La mise en œuvre de coupe-circuits pour titre individuel est censée permettre de réagir à une fluctuation rapide, importante et inexpliquée du cours d'un titre donné qui remet en question le « bon fonctionnement d'un marché équitable » à l'égard de ce titre. De l'avis de l'OCRCVM, les forces du marché devraient généralement dicter l'activité de négociation sans que l'OCRCVM intervienne. Habituellement, l'OCRCVM n'intervient que pour modifier ou annuler une transaction dans les cas exceptionnels où, de l'avis d'un responsable de l'intégrité du marché, la transaction a eu une incidence sur le bon fonctionnement d'un marché équitable ou constitue par ailleurs un risque pour l'intégrité du marché selon les politiques et procédures internes de l'OCRCVM concernant les « ordres et les transactions erronés et déraisonnables ».³

Les coupe-circuits pour titre individuel sont destinés à faire partie d'un mécanisme à plusieurs paliers pour contrôler la volatilité inexpliquée des cours à court terme. Chaque ensemble de dispositifs de contrôle jouera, en définitive, un rôle important dans le cadre global destiné à réduire les risques associés à une « fluctuation inexpliquée à court terme des cours » et à promouvoir le « bon fonctionnement d'un marché équitable ». Le rapport publié par l'OCRCVM sur les événements du 6 mai 2010 touchant les marchés (le rapport du 6 mai) recommandait que des mesures soient prises pour examiner ou accentuer chaque palier de contrôle et la politique de l'OCRCVM sur l'intervention réglementaire pour l'annulation ou la modification de transactions.⁴

Les quatre paliers de contrôle retenus sont brièvement analysés ci-après :

- Le premier ensemble de contrôles se situe présentement au palier du *participant* qui, selon la Politique 7.1 prise en application des RUIM, est tenu d'avoir en place des politiques et des procédures raisonnablement conçues afin de s'assurer que la négociation est effectuée conformément aux exigences applicables, ce qui comprend les dispositions de la législation en valeurs mobilières, des RUIM, des règles de négociation et des règles du marché⁵. À la suite des conclusions présentées dans le

³ Afin de procurer une plus grande transparence au public, l'OCRCVM a publié un projet d'orientation concernant certaines des circonstances dans lesquelles l'OCRCVM peut procéder à une intervention discrétionnaire en vertu du paragraphe 10.9 des RUIM pour modifier ou annuler une transaction. Consulter l'Avis de l'OCRCVM 10-0331 – Avis sur les règles – Avis de consultation – RUIM – *Projet d'orientation relatif à l'intervention réglementaire en vue de la modification ou de l'annulation de transactions* (15 décembre 2010). L'OCRCVM prévoit publier sous peu le résumé des commentaires et réponses, ainsi qu'un appel à commentaires portant sur le projet d'orientation révisé.

⁴ Consulter le communiqué de presse de l'OCRCVM – *L'OCRCVM publie les résultats de l'examen réglementaire de l'activité de négociation du 6 mai sur les marchés boursiers canadiens* (9 septembre 2010).

⁵ L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-011 – *Avis d'approbation de modifications – Dispositions relatives aux activités manipulatrices et trompeuses* (1^{er} avril 2005) a mis en œuvre un certain nombre de modifications apportées aux RUIM, y compris une modification de la Politique 7.1 pour préciser que les *participants* ont un devoir de supervision et de conformité pour tous les ordres clients,



rapport du 6 mai, l'OCRCVM a publié une note d'orientation supplémentaire sur la meilleure exécution et la gestion des ordres et sur l'utilisation de certains types d'ordres (en particulier, les « ordres stop » saisis sur un marché lorsqu'ils sont déclenchés et qui ont joué un rôle important dans les chutes des cours enregistrées le 6 mai 2010).⁶ Les Autorités en valeurs mobilières ont proposé d'augmenter ces exigences sous forme de nouveau règlement ou nouvelle norme canadienne régissant la négociation électronique par les participants au marché et leurs clients et qui mettrait en œuvre des obligations particulières liées à l'accès électronique direct (« AÉD »).⁷

- Le deuxième ensemble de contrôles se situerait au palier des marchés : chacun des marchés devant avoir en place des paramètres efficaces liés à la volatilité qui dépisteraient des « ordres erronés » avant leur exécution.⁸
- Le troisième palier de contrôles est formé des coupe-circuits pour titre individuel.
- Le quatrième ensemble de contrôles est formé des coupe-circuits à l'échelle du marché qui seraient déclenchés et interrompraient la négociation sur tous les marchés lorsque des chutes de cours se répercutent sur le marché de façon générale.⁹

Compte tenu du caractère « à plusieurs paliers » de ces contrôles, la teneur des exigences à chaque palier doit être coordonnée afin qu'il n'y ait aucun écart facilement repérable et que chaque ensemble de contrôles puisse « fonctionner » efficacement avec les autres paliers. L'intégrité du marché passe par le « bon fonctionnement d'un marché équitable » pour la

indépendamment de la source de l'ordre ou du mode de transmission de l'ordre à un marché. Pour obtenir des directives sur les exigences actuelles en matière de conformité aux termes des RUIM pour un *participant* qui procure à un client un « accès parrainé par courtier », communément désigné « accès direct au marché », consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-010 – Orientation – Exigences en matière de conformité : négociation au moyen d'un accès parrainé par courtier (20 avril 2007).

⁶ Avis de l'OCRCVM 11-0113 – Avis sur les règles – Note d'orientation – RUIM – Orientation relative à la meilleure exécution et la gestion des ordres (30 mars 2011) et Avis de l'OCRCVM 11-0114 – Avis sur les règles – Note d'orientation – RUIM – Orientation relative à l'utilisation de certains types d'ordres (30 mars 2011).

⁷ Avis de consultation – Projet de Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 8 avril 2011, vol. 8, n° 14. Aux termes du projet de Règlement, les participants au marché seraient tenus de se doter de politiques, de procédures et de contrôles convenables afin de s'assurer que les risques associés à la négociation électronique et à l'AÉD sont écartés ou gérés. Les exigences s'appliqueraient à l'ensemble de la négociation électronique, qu'elle soit réalisée par le participant au marché ou par un client qui dispose d'un AÉD.

⁸ Les marchés canadiens ont actuellement recours à une gamme de mécanismes pour limiter les risques associés aux ordres « erronés » ou aux « saisies erronées » qui ont un effet sur le cours d'un titre donné sur le marché concerné. Se reporter à la rubrique intitulée « Dispositifs de contrôle de la volatilité sur les marchés canadiens – Paramètres de blocage, paramètres de rejet et tunnels » de l'Avis de l'OCRCVM 10-0298 – Avis sur les règles – Avis de consultation – RUIM – Projet d'orientation relatif à la mise en œuvre de seuils de déclenchement pour un titre unique (18 novembre 2010). Aux termes de l'article 15 du Projet de règlement 23-103, les marchés seraient tenus de prévenir l'exécution d'ordres qui excèdent les seuils de cours et de volume fixés par le fournisseur de services de réglementation. Avant l'approbation du Projet de règlement, l'OCRCVM prévoit publier un appel à commentaires sollicitant des suggestions sur la démarche qu'il convient de suivre pour les paramètres de volatilité du marché.

⁹ Les coupe-circuits à l'échelle du marché sont coordonnés présentement avec le déclenchement de coupe-circuits à l'échelle du marché aux États-Unis. En raison des modifications proposées aux coupe-circuits à l'échelle du marché aux États-Unis, l'OCRCVM a publié un appel à commentaires sollicitant des suggestions sur le paramètre qu'il convient d'appliquer pour déclencher des coupe-circuits à l'échelle du marché au Canada. Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0359 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Appel à commentaires sur les seuils de déclenchement à l'échelle du marché pour le marché canadien (13 décembre 2011).



négociation de tous les titres cotés. Malgré la mise en œuvre des coupe-circuits pour titre individuel, l'OCRCVM conserve le pouvoir discrétionnaire d'intervenir au besoin pour garantir le « bon fonctionnement d'un marché équitable » lorsqu'un titre coté est négocié et que celui-ci :

- n'est pas visé par les coupe-circuits pour titre individuel;
- est visé par les coupe-circuits pour titre individuel mais aucun d'eux n'a été déclenché.

Résumé des coupe-circuits pour titre individuel

Jusqu'à ce qu'ils soient modifiés par la publication d'un Avis sur les règles ultérieur, les coupe-circuits pour titre individuel :

- s'appliquent :
 - aux titres qui font partie de l'Indice composé S&P/TSX,¹⁰
 - aux titres d'un *fonds dispensé négocié en bourse*, fonds dont les actifs se composent principalement de titres cotés;¹¹
- prévoient un seuil de déclenchement qui entraînerait une interruption de la négociation si le cours augmente ou baisse d'au moins 10 % pendant une période de 5 minutes;
- s'appliquent entre 9 h 50 et 15 h 30;
- prévoient une interruption initiale de 5 minutes qui peut être prolongée de 5 minutes supplémentaires;
- excluent du calcul de leur seuil de déclenchement les cours des transactions qui ont été exécutées en marge de l'écart entre le « meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur »;

¹⁰ Une description de l'indice composé S&P/TSX est accessible (en anglais seulement) à l'adresse <http://www.tmx.com/fr/pdf/0000Description.pdf>

¹¹ Dans les RUIIM, un *fonds dispensé négocié en bourse* s'entend d'un fonds commun de placement aux fins des lois sur les valeurs mobilières applicables, dont les parts à la fois :

- a) sont constituées d'un titre inscrit ou d'un titre coté en bourse,
- b) font l'objet d'un placement continu conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables,

n'est pas visé, toutefois, un fonds commun de placement qui a été désigné par l'autorité de contrôle du marché comme exclu de la portée de cette définition.

Jusqu'à présent, aucun titre n'a été désigné comme exclu de la portée de la définition. Jusqu'à ce que tous les *fonds dispensés négociés en bourse* soient inclus dans un programme de coupe-circuits pour titre individuel, l'OCRCVM propose de publier sur son site Internet une liste des *fonds dispensés négociés en bourse* dont les titres peuvent faire l'objet d'une interruption de la négociation en raison du déclenchement d'un coupe-circuit pour titre individuel.



- entraîneraient l'annulation de toute transaction exécutée à un cours qui affiche un écart de plus de 5 % par rapport au cours ayant causé le déclenchement.

Fonctionnement des coupe-circuits pour titre individuel

Titres visés

Les coupe-circuits pour titre individuel qui s'appliquent à des titres faisant partie d'un indice général¹² freinent toute volatilité extrême touchant ces titres et, par conséquent, la volatilité du niveau de l'indice dont ils font partie. Cela réduit, à son tour, la possibilité qu'un mauvais fonctionnement ou une erreur de négociation visant quelques titres soit interprété comme une baisse généralisée du marché par les observateurs de l'indice. Voilà pourquoi, tant qu'ils ne sont pas modifiés par la publication d'un Avis sur les règles ultérieur, les coupe-circuits pour titre individuel s'appliquent :

- aux titres qui font partie de l'Indice composé S&P/TSX
- aux titres d'un *fonds dispensé négocié en bourse*, fonds dont les actifs se composent principalement de titres cotés

Seuils de déclenchement des coupe-circuits

Un coupe-circuit pour titre individuel serait déclenché pour un titre donné lorsque le cours de ce titre hausse ou baisse d'au moins 10 % pendant une période de cinq minutes. Pour qu'il puisse établir la hausse ou la baisse du cours, l'OCRCVM comparera chaque cours de négociation d'un titre sur un marché canadien (la transaction « de déclenchement » éventuelle) avec un cours de référence. Aux fins de ce calcul, le « cours de référence » correspond à toute opération sur ce titre pendant la période de cinq minutes qui précède la transaction « de déclenchement » éventuelle. Pour établir le « cours de référence »¹³, l'OCRCVM examinera, en règle générale, les opérations qui fixent soit un cours « haut » soit un cours « bas » pendant la période de cinq minutes pertinente. Si la dernière vente a eu lieu

¹² Selon les statistiques de négociation de 2010, environ 80 % de la valeur des titres négociés sur les marchés des titres de participation canadiens visaient des titres faisant partie de l'Indice composé S&P/TSX.

¹³ On calculera les fluctuations des cours en comparant chaque cours de négociation d'un titre sur un marché canadien (la transaction « de déclenchement » éventuelle) avec un cours de référence. Aux fins de ce calcul, le « cours de référence » correspondra à toute opération sur ce titre pendant la période de cinq minutes qui précède la transaction « de déclenchement » éventuelle. Pour établir le « cours de référence », l'OCRCVM examinera, en règle générale, les opérations qui fixent soit un cours haut soit un cours bas pendant la période de cinq minutes pertinente. Lorsque le cours de la transaction de déclenchement s'écarte du cours de référence de plus de 10 % (ou de 20 %, selon le cas), l'OCRCVM proposera de modifier le cours de la transaction de déclenchement pour le faire correspondre au « cours de déclenchement calculé », qui, dans tous les cas, devrait s'écarter soit de 10 % soit de 20 % du cours de référence.



plus de cinq minutes auparavant, aucun cours de référence ne sera calculé et le coupe-circuit pour titre individuel ne sera pas déclenché.

Les coupe-circuits pour titre individuel ne s'appliquent pas au cours d'une transaction qui, aux termes des RUIM ou de la *Règle sur la protection des ordres* en vertu du Règlement 21-101 (ailleurs qu'au Québec, la Norme canadienne 21-101), peut être exécutée moyennant un cours en marge de l'écart entre « le meilleur cours acheteur » et le « meilleur cours vendeur ». Le cours de ces transactions ne servira pas non plus au calcul de la fluctuation des cours pour établir un seuil de « déclenchement »¹⁴. Les cours des transactions (sauf l'exécution des types d'ordres mentionnés) qui sont exécutées sur des marchés opaques sont inclus dans le calcul du cours de déclenchement de la même manière que ces transactions sont présentement incluses dans le calcul du *dernier cours vendeur* aux termes des RUIM.

Durée de l'interruption de la négociation

La négociation du titre est interrompue pendant cinq minutes après le déclenchement d'un coupe-circuit pour titre individuel, sous réserve de la faculté d'un responsable de l'intégrité du marché de prolonger l'interruption de cinq minutes supplémentaires, si un déséquilibre important perdure entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

Si, au cours de l'interruption de cinq ou de dix minutes (selon le cas), l'OCRCVM décide qu'une interruption supplémentaire est nécessaire, par exemple afin de faciliter la diffusion d'une annonce importante qui pourrait s'être ébruitée sur le marché, l'OCRCVM transmettra un avis électronique aux participants du marché et remplacera l'interruption découlant d'un coupe-circuit pour titre individuel par une « interruption réglementaire » traditionnelle.

À moins qu'un responsable de l'intégrité du marché ne diffuse un tel avis électronique, chaque marché peut reprendre la négociation à la fin du délai de cinq ou de dix minutes. Immédiatement après l'imposition de l'interruption à la suite du déclenchement du coupe-circuit pour titre individuel, les marchés se prépareront à la reprise de la négociation :

- soit en se mettant dans un état « préalable à l'ouverture » afin de permettre la saisie des ordres et la diffusion du « cours d'ouverture calculé » indiqué;
- soit en permettant la saisie des ordres et en ayant recours à une ouverture « simultanée » à la reprise de la négociation.¹⁵

¹⁴ Cette exclusion viserait les exécutions qui découlent d'un ordre au premier cours, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au cours de clôture, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, d'un ordre de base et d'un ordre assorti de conditions particulières (sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a été exécuté en contrepartie d'un ou de plusieurs ordres qui ne sont pas des ordres assortis de conditions particulières).

¹⁵ Dans un cas comme dans l'autre, la première exécution sur chaque marché serait admissible à titre d'exécution provenant d'un ordre au premier cours.



Heures de négociation durant lesquelles des coupe-circuits peuvent être déclenchés

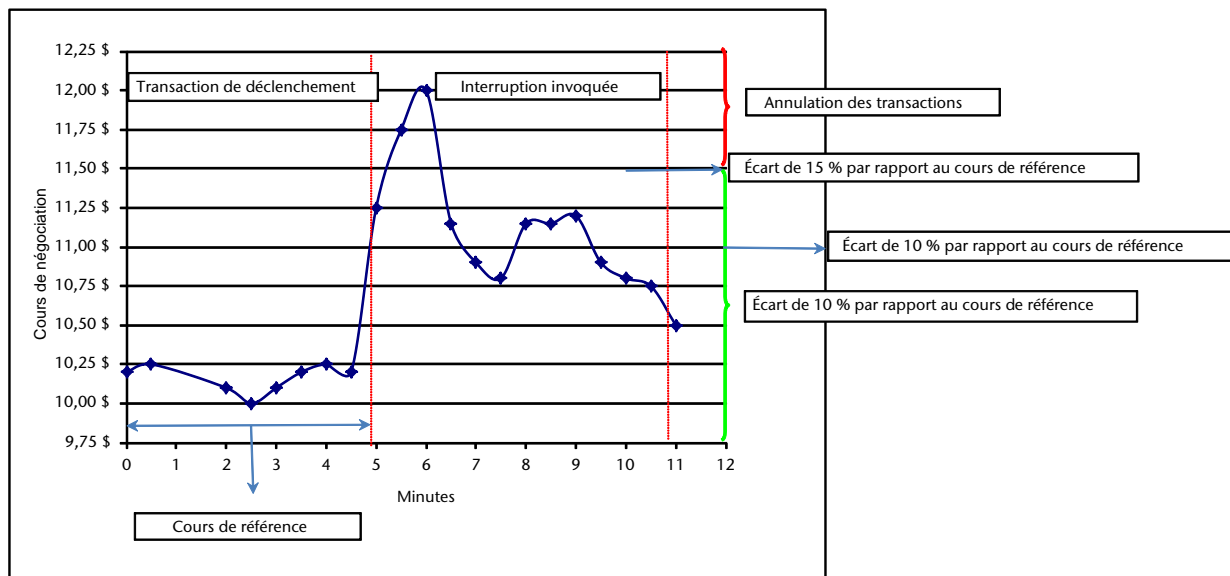
Les coupe-circuits pour titre individuel fonctionneront entre 9 h 50 et 15 h 30. La négociation au cours des vingt premières minutes suivant l'ouverture régulière et au cours des trente dernières minutes avant la clôture de la séance de négociation régulière ne sera pas visée par une interruption aux termes d'un coupe-circuit pour titre individuel, l'OCRCVM estimant que ces périodes de volatilité naturelle ne devraient pas être visées par les coupe-circuits. L'exclusion de cette période permettra d'éviter le déclenchement inutile d'un coupe-circuit pour titre individuel en raison d'éléments nouveaux survenus pendant la nuit qui ne devraient pas entraîner d'interruption de la négociation, dont les fluctuations sur les marchés étrangers, les communiqués de presse d'émetteurs, les événements géopolitiques, les hausses anticipées de la demande et/ou de l'offre ou des événements liés aux indices.

Pendant les périodes où le coupe-circuit pour titre individuel est inactif, les mesures en place destinées à faciliter les ouvertures et fermetures ordonnées – y compris la faculté d'un responsable de l'intégrité du marché d'imposer une interruption réglementaire – continueront à s'appliquer.

Traitement réservé aux transactions exécutées après le déclenchement d'un coupe-circuit pour titre individuel

L'OCRCVM s'attend, compte tenu du volume et de la rapidité de la négociation sur le marché actuel, à ce que certaines transactions aient lieu après le déclenchement du coupe-circuit mais avant l'invocation de l'interruption de la négociation sur tous les marchés canadiens¹⁶. Un responsable de l'intégrité du marché aura recours au pouvoir, qui lui est conféré par le sous-alinéa 10.9d) des RUIIM d'annuler toute transaction exécutée à un cours qui affiche un écart de plus de 5 % par rapport au cours de déclenchement calculé, ces transactions se situant manifestement dans un contexte ne permettant pas à une personne d'avoir des attentes raisonnables d'exécution au moment donné.

¹⁶ Jusqu'à ce que le coupe-circuit pour titre individuel soit pleinement automatisé, la négociation se poursuivra sur chaque marché jusqu'à ce que l'interruption de la négociation ait été coordonnée et imposée. Il est difficile d'estimer la durée nécessaire pour réellement interrompre la négociation dans des circonstances où les coupe-circuits se déclenchent successivement pour une série de titres.



Afin de mieux illustrer la situation, le graphique fait état du traitement réservé aux transactions qui ont lieu immédiatement après le déclenchement du coupe-circuit pour titre individuel et avant l'invocation de l'interruption de la négociation en fonction d'une fluctuation des cours de 10 % déclenchant le coupe-circuit pour titre individuel et d'une fluctuation des cours supplémentaire de 5 % avant l'annulation de la transaction.

Cas particuliers

Il existe certains cas particuliers où un coupe-circuit pour titre individuel ne devrait pas être déclenché même si la fluctuation des cours requise se produit sur le marché pendant la durée précisée. En particulier, un coupe-circuit pour titre individuel ne sera pas invoqué à l'égard d'un titre donné dans l'un des cas suivants qui peuvent survenir pendant le jour de bourse :

- après que les coupe-circuits « généraux » ont été déclenchés (puisque l'invocation du coupe-circuit général indique qu'il existe une humeur générale sur le marché qui n'est pas liée aux questions de liquidité visant ce titre donné);
- après qu'un coupe-circuit pour titre individuel a été invoqué à l'égard de ce titre (puisque l'invocation antérieure du coupe-circuit aurait dû servir d'avertissement au marché, lui indiquant que ce titre donné éprouve des problèmes de liquidité et que les participants au marché devraient surveiller l'évolution de la négociation de ce titre);
- après l'imposition d'une « interruption réglementaire » de la négociation de ce titre, particulièrement lorsque l'interruption a été imposée pour permettre la diffusion de « nouvelles importantes » (puisque le marché devrait pouvoir réagir aux nouvelles, à la



condition que les nouvelles aient été diffusées correctement conformément à la législation en valeurs mobilières applicable et aux exigences des marchés).