

Annexe C – Résumé des commentaires reçus et réponses de l’OCRI

Commentaires reçus en réponse au Bulletin 24-0213 – Projet de modification concernant les ordres à la valeur liquidative et les applications intentionnelles

Le 18 juillet 2024, l’Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI) a publié le Bulletin sur les règles **24-0213** en vue d’améliorer la transparence dans l’exécution de certains ordres portant sur les titres d’un fonds dispensé négocié en bourse (FNB) lorsque le prix de l’ordre renvoie à la valeur liquidative de ces titres et d’éliminer l’interdiction d’une « application intentionnelle » comportant un ordre de jitney.

Nous avons reçu sept lettres de commentaires des intervenants suivants :

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (**ACCVM**)
Banque Scotia (**Scotia**)
Canadian Securities Traders Association (**CSTA**) – Trading Issues Committee
Financière Banque Nationale (**FBN**)
Services de compensation Fidelity Canada s.r.i. (**SCFC**)
Valeurs Mobilières TD (**TD**)
Virtu Canada Corp. (**Virtu**)

Il est possible de consulter ces commentaires sur le site Web de l’OCRI [Projet de modification concernant les ordres à la valeur liquidative et les applications intentionnelles](#).

Le tableau ci-après résume les commentaires reçus.

Résumé des commentaires	Réponses
Commentaires généraux sur le projet de modification	
De manière générale, les intervenants étaient favorables au projet de modification dans la mesure où il améliorera le marché et le processus d’exécution.	Nous tenons à remercier tous les intervenants qui nous ont soumis des commentaires et tous les participants au marché qui ont donné de leur temps et partagé leurs connaissances en participant au groupe de travail de l’OCRI concernant ce projet.
Projet de modification concernant l’introduction d’un « ordre à la valeur liquidative »	
Commentaires généraux	
Tous les intervenants étaient favorables au projet d’introduction d’un « ordre à la valeur liquidative ».	Nous prenons note des commentaires.
Un intervenant a suggéré que l’ordre à la valeur liquidative proposé devrait également être autorisé pour les certificats canadiens d’actions étrangères (CCAÉ), puisque ceux-ci partagent des mécanismes de création et de rachat semblables à ceux des titres de FNB.	Nous prenons note du commentaire, mais soulignons que les modifications ne concernent que l’exécution d’ordres portant sur les titres de FNB à la valeur liquidative.
Un intervenant a suggéré que les ordres à la valeur liquidative ne devraient être utilisés que dans les cas où il existe une raison économique d’éviter de négocier les titres de FNB sur le marché continu. Il a aussi	Nous prenons note de la préoccupation soulevée et la comprenons. Nous ne croyons pas qu’il incombe à l’OCRI de déterminer les raisons appropriées pour l’utilisation de types d’ordres particuliers par les

<p>exprimé des préoccupations quant à l'incidence sur la liquidité du marché secondaire si les ordres liés à la valeur liquidative sont utilisés pour contourner celui-ci.</p>	<p>investisseurs finaux. Cependant, nous sommes conscients des incidences possibles d'une augmentation de l'activité de négociation en dehors du marché continu.</p> <p>Une méthode particulière de restriction de l'utilisation des ordres à la valeur liquidative, soit l'imposition d'une taille minimale, a été abordée dans l'appel à commentaires. Une exigence de taille minimale pour les ordres à la valeur liquidative pourrait constituer un obstacle à son utilisation générale par les investisseurs de détail, dont les objectifs de placement et de rendement peuvent ne pas être directement liés à un indice de référence particulier (à savoir la valeur liquidative). Comme il a été communiqué dans l'appel à commentaires, l'OCRI est d'avis que la définition d'un ordre à la valeur liquidative ne devrait pas être trop restrictive, de manière à ne pas empêcher les investisseurs (y compris les investisseurs de détail) de déterminer les modalités d'exécution qui conviennent le mieux à leurs ordres. Les investisseurs et leurs courtiers membres sont les mieux placés pour faire cette évaluation, surtout dans le contexte des politiques et procédures liées à la meilleure exécution, où l'on s'attendrait à ce qu'un courtier membre évalue la pertinence d'exécuter les ordres d'investisseurs de détail pour l'achat ou la vente de titres d'un FNB comme ordres à la valeur liquidative plutôt que de les exécuter immédiatement sur le marché continu pour obtenir le meilleur prix offert à ce moment-là.</p>
--	--

Projet de modification lié à l'élimination de l'interdiction d'une « application intentionnelle » comportant un ordre de jitney

Commentaires généraux

<p>Tous les intervenants étaient favorables à l'élimination de l'interdiction d'une « application intentionnelle » comportant un ordre de jitney. Les intervenants ont souligné que la restriction était inutile dans la structure actuelle du marché et qu'elle désavantageait les courtiers participants par rapport aux courtiers non participants. En particulier, ils ont souligné que la restriction désavantageait les courtiers indépendants ou les courtiers de petite taille sur le plan de l'accès à la liquidité fournie par les teneurs de marché, ce qui, par conséquent, avait une incidence défavorable sur leurs clients.</p>	<p>Nous prenons note des commentaires.</p>
<p>Un intervenant a demandé si l'utilisation de la désignation « jitney » était nécessaire pour l'OCRI. Il a souligné que lorsque la désignation « jitney » doit être ajoutée manuellement à un ordre, les flux de négociation peuvent être interrompus.</p>	<p>Nous surveillons la négociation de titres de capitaux propres en temps réel. Or, l'utilisation de la désignation « jitney » donne un élément d'information important pour cette fonction de surveillance en temps réel. Cette désignation permet un examen rapide de l'activité de négociation et contribue à une piste de vérification efficace et complète de cette</p>

	dernière. L'OCRI n'envisage pas de supprimer l'exigence de désigner un ordre comme un ordre de jitney.
Questions précises	
Question 1 : Devrions-nous imposer des restrictions à la saisie d'un ordre à la valeur liquidative? (Par exemple, devrions-nous restreindre la saisie d'un tel ordre à une taille minimale?) Dans l'affirmative, veuillez expliquer pourquoi et indiquer ce que devrait être la taille minimale.	
Les intervenants n'étaient pas favorables à une exigence de taille minimale visant les ordres à la valeur liquidative. À cet égard, plusieurs intervenants ont également fait remarquer qu'il est prévu que les ordres à la valeur liquidative soient de grande taille, soulignant que toute exigence de taille minimale était inutile et n'apporterait aucun avantage évident.	Nous prenons note des commentaires.
Un intervenant a dit craindre que les ordres à la valeur liquidative deviennent l'ordre par défaut pour certains investisseurs. Bien qu'il n'ait pas appuyé l'idée d'une taille minimale, il a suggéré que les courtiers devraient tenir compte de cette question dans leurs politiques et procédures et que, lorsqu'une taille minimale n'était pas imposée par les politiques, une raison devrait être consignée afin d'expliquer pourquoi la négociation sur le marché continu a été évitée.	Voir commentaire ci-dessus, sous <i>Commentaires généraux – ordre à la valeur liquidative</i> . Comme il a été communiqué dans l'appel à commentaires, l'OCRI est d'avis que la définition d'un ordre à la valeur liquidative ne devrait pas être trop restrictive et empêcher les investisseurs de déterminer les modalités d'exécution qui conviennent le mieux à leurs ordres (y compris en ce qui concerne la taille minimale d'un ordre à la valeur liquidative). Les investisseurs et leurs courtiers membres sont les mieux placés pour faire cette évaluation, surtout dans le contexte des politiques et procédures liées à la meilleure exécution, où l'on s'attendrait à ce qu'un courtier membre évalue la pertinence d'exécuter les ordres de petite taille sur titres de FNB comme ordres à la valeur liquidative plutôt que de les exécuter immédiatement sur le marché continu pour obtenir le meilleur prix offert à ce moment-là.
Question 2 : Devrions-nous imposer des restrictions au recours à une application intentionnelle comportant un ordre de jitney? (Par exemple, devrions-nous imposer une taille minimale qui s'appliquerait à la saisie d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney?) Si vous jugez qu'une taille minimale serait appropriée, veuillez expliquer pourquoi et indiquer ce que devrait être la taille minimale.	
La plupart des intervenants n'étaient pas favorables à l'imposition de restrictions supplémentaires à l'utilisation d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney, y compris une taille minimale. Ces intervenants ont souligné que d'autres règles de l'OCRI s'appliquent actuellement et régiraient de manière adéquate les pratiques de négociation. Ces règles comprennent les paragraphes 5.3, <i>Priorité aux clients</i> , 6.3, <i>Diffusion des ordres clients</i> , et 8.1, <i>Exécution d'ordres clients pour compte propre</i> , des RUIIM, et la partie C de la Règle 3100 des Règles visant les courtiers en placement et règles partiellement consolidées (Règles CPPC), <i>Meilleure exécution des ordres clients et des opérations</i> .	Comme il a été mentionné dans l'appel à commentaires, l'OCRI est d'avis que l'interdiction d'utiliser un ordre de jitney dans le cadre d'une application intentionnelle est une interdiction caduque qui était pertinente par le passé, mais à une époque où la structure du marché canadien était très différente (c.-à-d. avant l'arrivée de multiples marchés concurrents). Nous avons proposé de l'éliminer comme plus rien ne la justifie. Selon ce point de vue, nous ne croyons pas qu'il existe une justification suffisante pour imposer une condition supplémentaire à l'utilisation des applications intentionnelles comportant un ordre de jitney (comme une exigence de taille minimale).

<p>Un intervenant a suggéré que les applications comportant un ordre de jitney soient assujetties à des restrictions semblables à celles qui s'appliquent aux applications intentionnelles.</p>	<p>Nous comprenons que ce commentaire renvoie à l'application des exigences d'amélioration du cours conformément à certaines dispositions des RUIM, comme le paragraphe 6.3, <i>Diffusion des ordres clients</i>.</p> <p>L'exécution d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney demeure assujettie aux dispositions applicables des RUIM, sauf si une exception s'applique. Les modifications qui touchent la définition se limitent à l'élimination de l'interdiction d'utiliser un ordre de jitney dans le cadre d'une application intentionnelle.</p>
<p>Un intervenant estime que les ordres de jitney demeurent assujettis au paragraphe 8.1 des RUIM, puisque le participant soumettant un ordre de jitney est un client du courtier exécutant.</p>	<p>L'exécution d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney demeure assujettie aux dispositions applicables des RUIM, sauf si une exception s'applique. Lorsque le courtier exécutant traite le courtier dont provient l'ordre comme un compte client, le paragraphe 8.1 des RUIM continue de s'appliquer. De plus, le courtier dont provient l'ordre demeure responsable de la conformité à toute autre règle de l'OCRI applicable, y compris la partie C de la Règle 3100 des Règles CPPC, <i>Meilleure exécution des ordres clients et des opérations</i>.</p>
<p>Question 3 : Bien que l'OCRI s'attendrait généralement à ce qu'un ordre à la valeur liquidative soit exécuté aussitôt que possible après la publication de la valeur liquidative par l'émetteur des titres du FNB visé, cela devrait-il constituer une exigence explicite pour la saisie d'un tel ordre (c'est-à-dire lorsque la valeur liquidative est publiée après la fin des heures de négociation à l'échelle des marchés canadiens, les participants devraient-ils être tenus d'exécuter les ordres à la valeur liquidative dès le début des heures de négociation sur un marché canadien le jour de bourse suivant)?</p>	
<p>La plupart des intervenants n'étaient pas favorables à une telle exigence. Diverses raisons ont été invoquées, dont le fait qu'il s'agit déjà d'une pratique courante dans le secteur, qu'il n'y a aucune justification liée à l'intégrité du marché pour l'imposer et que le cycle de règlement étroit de J+1 impose déjà une restriction sur le moment de l'exécution d'un ordre à la valeur liquidative. Un intervenant a suggéré que la désignation d'ordre à la valeur liquidative garantira la transparence de ces ordres, de sorte qu'il n'y a aucune raison d'exiger que ceux-ci soient saisis dès le début des heures de négociation. Un intervenant a suggéré que certaines circonstances pourraient causer un retard, mais que cela serait inhabituel.</p>	<p>Nous prenons note des commentaires et convenons qu'il n'y a aucune justification liée à l'intégrité du marché pour exiger que les ordres à la valeur liquidative soient exécutés avant le début des heures normales de négociation. Nous convenons en outre que la désignation requise à la suite des modifications dissipera toute confusion que pourrait entraîner l'exécution d'ordres à la valeur liquidative pendant les heures normales de négociation.</p>
<p>Un intervenant a appuyé une exigence selon laquelle les ordres à la valeur liquidative devraient être exécutés dans une période prédéfinie (avant les heures normales de négociation sur le marché principal) compte tenu du fait que cela garantirait l'exécution des opérations en temps opportun une fois que la valeur liquidative a été publiée.</p>	<p>Nous convenons que les ordres à la valeur liquidative devraient être exécutés en temps opportun, mais nous n'avons pas relevé de préoccupation particulière concernant l'intégrité du marché qui justifierait l'imposition d'une exigence de négociation avant le début des heures normales de négociation. L'ajout de l'exigence d'une désignation au paragraphe 6.2 des</p>

	<p>RUIM pour l'exécution de ces ordres visait à garantir une transparence et une compréhension adéquates du contexte des ordres pour les participants au marché. Nous estimons que cet objectif est atteint sans l'imposition d'une période particulière pendant laquelle les ordres doivent être exécutés.</p>
<p>Un intervenant, tout en notant que l'exécution avant l'ouverture est la convention actuelle, a suggéré que les participants au marché tirent avantage d'une exécution en temps opportun et que le fait d'imposer un délai pertinent ne devrait pas être un inconvénient pour les courtiers exécutants.</p>	<p>Nous comprenons également que l'exécution avant le début de la séance normale de négociation est la convention actuelle. Dans la mesure où un client d'un participant tirerait avantage d'une exécution de ses opérations pendant cette période, il peut demander à son courtier exécutant de le faire. Nous n'avons relevé aucune préoccupation concernant l'intégrité du marché qui nécessiterait une telle exigence dans les RUIM.</p>
<p>Question 4 : Le projet de modification introduirait à l'alinéa 6.2(1)b) des RUIM la désignation d'« ordre à la valeur liquidative » qu'il serait obligatoire d'appliquer lors de la saisie d'un tel ordre sur un marché et qu'il serait obligatoire de déclarer aux fins d'affichage par le marché sur lequel l'ordre est saisi. Avez-vous des préoccupations au sujet de l'obligation de rendre public un « ordre à la valeur liquidative »?</p>	
<p>Les intervenants étaient favorables à la nouvelle désignation et n'ont soulevé aucune préoccupation.</p>	<p>Nous prenons note des commentaires.</p>
<p>Question 5 : La définition du terme « ordre à la valeur liquidative », telle que nous la proposons, n'exige pas que le prix d'exécution corresponde exactement à la valeur liquidative publiée par l'émetteur des titres du FNB visé, mais plutôt qu'il corresponde à un prix fondé sur la valeur liquidative publiée. Ce prix peut comprendre les frais engagés par le participant exécutant ou la commission incluse dans le prix d'exécution. Veuillez soulever toute préoccupation à l'égard de cette démarche que nous proposons.</p>	
<p>La majorité des intervenants étaient favorables à l'idée de permettre que le prix d'exécution d'un ordre à la valeur liquidative soit un prix renvoyant à la valeur liquidative publiée. Un intervenant a suggéré que tout écart par rapport à la valeur liquidative serait minime et que l'OCRI pourrait demander de l'information supplémentaire sur les opérations dont le prix d'exécution ne semblait pas clairement lié à la valeur liquidative.</p>	<p>Nous prenons note des commentaires et soulignons que les participants sont toujours responsables du respect de toutes les exigences applicables de l'OCRI liées à l'exécution d'un ordre à la valeur liquidative. Cela comprendrait la conservation de tous les documents requis concernant toute majoration ou minoration par rapport à la valeur liquidative publiée.</p>
<p>Un intervenant a soulevé une préoccupation concernant les prix d'exécution qui renvoient à la valeur liquidative, suggérant que cela aurait pour effet de dévoiler les frais facturés par le courtier.</p>	<p>Bien que les modifications permettent qu'un ordre à la valeur liquidative soit exécuté à un prix qui renvoie à la valeur liquidative publiée, cela n'est pas une exigence. Si un courtier exécutant s'inquiète de la divulgation des frais, il peut exécuter l'ordre à la valeur liquidative au prix de la valeur liquidative publiée par l'émetteur.</p>
<p>Question 6 : Avons-nous relevé toutes les incidences importantes du projet de modification sur les clients, les émetteurs, les participants, les personnes ayant droit d'accès, les marchés ou l'OCRI? Dans la négative, veuillez indiquer les autres incidences importantes qui, selon vous, toucheront une ou plusieurs de ces parties et expliquer pourquoi. Plus particulièrement, veuillez formuler des commentaires sur les possibles coûts associés à l'introduction proposée d'un ordre à la valeur liquidative et aux exigences connexes en matière de désignation en vertu du paragraphe 6.2 des RUIM.</p>	

<p>Les intervenants étaient généralement d'avis que les incidences importantes du projet de modification avaient été cernées et que les coûts seraient raisonnables.</p>	<p>Nous prenons note des commentaires.</p>
<p>Un intervenant a soulevé des incertitudes quant à la période de mise en œuvre suggérée de 90 jours et a suggéré que l'OCRI collabore avec les fournisseurs de systèmes de négociation afin de déterminer le calendrier de mise en œuvre approprié.</p>	<p>En tirant parti d'un marqueur FIX existant (voir la réponse ci-après), nous espérons réduire au minimum le travail de mise en œuvre requis. Toutefois, nous avons prolongé la période de mise en œuvre et l'avons fixée à 180 jours en réponse aux commentaires reçus.</p>
<p>Un intervenant a suggéré l'utilisation d'un marqueur FIX existant pour faciliter la mise en œuvre.</p>	<p>La démarche que nous avons prévue cadre avec le commentaire reçu. Nous avons l'intention de tirer parti du marqueur FIX existant pour « CrossType » (type d'application) et d'ajouter une valeur supplémentaire pour un ordre à la valeur liquidative.</p>
<p>Deux intervenants ont exprimé des préoccupations similaires concernant l'exigence d'inclure l'identifiant pour entités juridiques (LEI) du client du participant soumettant un ordre de jitney dans le cadre d'une application. Il a été suggéré que l'exigence est irréaliste et que, lorsque les ordres ne sont pas communiqués par voie électronique, il peut n'y avoir aucun moyen de fournir le LEI sous-jacent. Il a été souligné qu'une démarche différente a été utilisée pour les ordres qui sont marqués comme « ordre regroupé » ou « ordre clients multiples » (où un LEI n'est pas requis). Ainsi, une démarche similaire pour les applications comportant un ordre de jitney a été suggérée, où le participant soumettant l'ordre de jitney devrait être responsable de la tenue des dossiers sous-jacents du client. Enfin, des préoccupations ont été soulevées concernant la confidentialité des clients lors de la transmission des LEI au courtier exécutant.</p>	<p>Nous prenons note des préoccupations soulevées, mais il n'y a aucune exception à l'exigence de fournir le LEI (ou un autre identifiant) du client sous-jacent pour les applications comportant un ordre de jitney. Les LEI sont une exigence réglementaire importante et ils aident l'OCRI à exécuter une série de fonctions réglementaires, y compris la surveillance, les enquêtes et l'analyse des données. Lorsqu'un courtier regroupe des ordres pour plus d'un client afin de les envoyer à un marché sous forme d'ordre groupé ou d'ordre multiples clients, il est impossible de marquer adéquatement un tel ordre d'un LEI. D'ailleurs, comme l'ont souligné les intervenants, un LEI n'est pas requis dans ces circonstances. Lorsque l'ordre de jitney d'une application intentionnelle représente une seule entité, nous nous attendons encore à ce que l'ordre soit marqué de manière appropriée et, le cas échéant, qu'il contienne le LEI du client final. Il incombe au courtier dont provient l'ordre de fournir les renseignements qui s'imposent au courtier exécutant aux fins de la conformité à cette exigence. En cas de préoccupations concernant la confidentialité à l'égard du client, il est possible de chiffrer le LEI. Bien qu'il ait été suggéré que cela puisse exiger des travaux sur le plan technologique, nous soulignons que les exigences relatives à l'identifiant client existent depuis un certain nombre d'années. Ainsi, nous supposons que des difficultés similaires ont été résolues pour tout ordre qui n'est pas communiqué par voie électronique.</p>
<p>Question 7 : Dans l'ensemble, êtes-vous d'accord avec l'évaluation qualitative de l'OCRI selon laquelle les avantages du projet de modification sont proportionnels à ses coûts? Veuillez expliquer pourquoi.</p>	
<p>Tous les intervenants conviennent que les avantages sont proportionnels aux coûts.</p>	<p>Nous prenons note des commentaires.</p>

<p>Question 8 : Une période de mise en œuvre de 90 jours serait-elle suffisante pour : la mise en œuvre par les participants et les marchés des changements requis dans leurs systèmes pour intégrer la nouvelle désignation d'« ordre à la valeur liquidative »; l'actualisation par les participants de leurs politiques et procédures aux fins de la supervision de l'utilisation adéquate de la désignation d'« ordre à la valeur liquidative ».</p>	
<p>La plupart des intervenants estimaient que 90 jours pourraient ne pas être suffisants pour achever le travail nécessaire sur le plan technologique, y compris le travail requis par les fournisseurs d'outils technologiques. Un intervenant a suggéré qu'un délai d'au moins 180 jours pourrait être nécessaire.</p>	<p>Nous avons révisé la période de mise en œuvre et l'avons fixée à 180 jours.</p>
<p>Compte tenu de la période de mise en œuvre proposée de 90 jours, un intervenant a recommandé que l'OCRI précise, dans la publication des règles définitives, si les pratiques existantes seront autorisées pendant que les courtiers effectueront les travaux nécessaires sur le plan technologique pour intégrer la nouvelle désignation d'ordre.</p>	<p>Comme il est susmentionné, nous avons révisé la période de mise en œuvre et l'avons fixée à 180 jours. À compter de la date de mise en œuvre, on s'attend à ce que les courtiers qui souhaitent exécuter un ordre à la valeur liquidative se conforment aux exigences de désignation des ordres énoncées dans le paragraphe 6.2 (modifié) des RUIM. Après la période de mise en œuvre de 180 jours, les courtiers qui ne seront pas en mesure d'exécuter des ordres à la valeur liquidative conformément aux exigences des RUIM (c.-à-d. avec la désignation requise) ne pourront plus y avoir recours.</p>