

Le ## ##### 202#
GN-URPART10-26-#####
Note d'orientation

Groupe-ressource :

Politique de réglementation des marchés
Courriel : market_regulation_policy@ciro.ca

Destinataires à l'interne :
Affaires juridiques et conformité, Audit interne,
Crédit, Détail, Financement des sociétés, Formation,
Haute direction, Institutions, Opérations, Pupitre de
négociation

Renvoi aux règles : RUIM

Division : Courtiers en placement

Note d'orientation sur les coupe-circuits pour titre individuel

Sommaire

L'Organisme canadien de réglementation des investissements (**OCRI**) publie une note d'orientation mise à jour sur l'exercice du pouvoir, actuellement prévu par les Règles universelles d'intégrité du marché (**RUIM**)¹, d'interrompre la négociation d'un titre donné par suite du déclenchement d'un coupe-circuit pour titre individuel (**CCTI**). La présente note d'orientation élargit le fonctionnement du programme de CCTI aux heures de négociation prolongées.

L'OCRI a mis en œuvre les CCTI en 2012. Le programme de CCTI a pris de l'expansion depuis pour inclure un éventail plus vaste de titres cotés et des périodes additionnelles du jour de bourse. Les titres cotés qui ne sont pas visés par le programme de CCTI restent assujettis à l'intervention réglementaire d'un responsable de l'intégrité du marché en vertu des pouvoirs que lui confèrent actuellement les RUIM².

Dans la présente note d'orientation, tous les renvois sont des renvois aux RUIM, à moins d'indication contraire.

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

² Se reporter à la note d'orientation [12-0258](#) – Note d'orientation sur l'intervention réglementaire pour modifier ou annuler des transactions (20 août 2012).

Table des matières

1.	Contexte.....	3
2.	Aperçu du fonctionnement des CCTI.....	4
3.	Titres visés par le programme de CCTI	6
3.1	Titres négociés activement	6
3.1.1	Utilisation d'une moyenne pondérée	6
3.2	Exclusion des données de négociation initiales portant sur les titres nouvellement cotés	7
4.	Seuils de déclenchement des CCTI.....	7
5.	Durée de l'interruption de la négociation	9
6.	Heures d'exploitation.....	10
7.	Traitement réservé aux opérations exécutées après le déclenchement d'un CCTI.....	10
8.	Cas particuliers.....	11
9.	Dispositions applicables	11
10.	Note d'orientation antérieure	11
11.	Documents connexes.....	11

1. Contexte

Les forces du marché devraient habituellement orienter l'activité de négociation sans interférence réglementaire. D'ordinaire, l'OCRI exercera uniquement son intervention réglementaire discrétionnaire pour modifier ou annuler une opération (appelée « transaction » dans les RUIM) dans des cas précis qui sont définis au sous-alinéa 10.9(1)d) et à l'alinéa 10.9(2), et qui sont décrits plus en détail dans la note d'orientation [12-0258](#) – *Note d'orientation sur l'intervention réglementaire pour modifier ou annuler des transactions* (20 août 2012).

Le programme de CCTI a été mis en œuvre en sus des notes d'orientation concernant la modification et l'annulation des opérations dans les cas susmentionnés. Il vise à contrer les fluctuations rapides, importantes et inexpliquées du cours d'un titre donné qui soulèvent des doutes sur le bon fonctionnement d'un marché équitable pour ce titre. Les CCTI sont conçus pour faire partie d'une démarche à plusieurs niveaux dont l'objectif est de contrôler la volatilité inexpliquée des cours à court terme. Vous trouverez ci-après la description des quatre niveaux de contrôle :

- Le premier ensemble de contrôles est au niveau des participants. Conformément à la partie 1 du paragraphe 7.1 des RUIM, un participant doit avoir des politiques et procédures bien élaborées pour s'assurer que la négociation est effectuée conformément aux exigences applicables, notamment celles de la législation en valeurs mobilières, des RUIM, des règles de négociation³ et des règles du marché⁴.
- Le deuxième ensemble de contrôles est au niveau des marchés. Chaque marché devrait avoir établi des paramètres de volatilité efficaces qui permettent la détection des « ordres erronés » avant leur exécution⁵.
- Le troisième ensemble de contrôles est au niveau des CCTI.

³ Selon le paragraphe 1.1 des RUIM, les « règles de négociation » désignent le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, dans sa version modifiée et complétée, telle qu'elle est en vigueur à l'occasion.

⁴ Selon le paragraphe 1.1 des RUIM, les « règles du marché » s'entendent des règles, politiques et autres textes similaires adoptés par une bourse ou un SCDO et approuvés par l'autorité en valeurs mobilières compétente, à l'exception des règles, politiques ou autres textes similaires ayant trait uniquement à l'inscription de titres ou de dérivés à la cote d'une bourse ou à un SCDO.

⁵ Selon la partie 8 du *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés*, les marchés sont tenus d'empêcher l'exécution d'ordres qui excèdent les seuils de cours et de volume fixés par un marché ou un fournisseur de services de réglementation. Pour obtenir des lignes directrices supplémentaires sur les seuils fixés par les marchés, consultez la note d'orientation [15-0186](#) – *Note d'orientation sur les seuils appliqués par le marché* (5 août 2015) et la note d'orientation [16-0138](#) – *Orientations supplémentaires sur les coupe-circuits pour titre individuel et les seuils appliqués par le marché* (20 juin 2016).

- Les coupe-circuits à l'échelle du marché constituent le quatrième ensemble de contrôles et sont déclenchés et interrompent la négociation sur tous les marchés lorsque des chutes de cours se répercutent sur le marché de façon générale⁶.

Compte tenu de ces contrôles à niveaux multiples, le contenu des exigences à chaque niveau doit être coordonné afin qu'il n'y ait pas de lacune facilement repérable et que chaque ensemble de contrôles puisse « fonctionner » efficacement avec celui des autres niveaux. Le principe d'intégrité des marchés exige que tout titre coté soit négocié sur un marché équitable et ordonné. Nonobstant le programme de CCTI, l'OCRI se garde le droit d'intervenir, au besoin, pour assurer le bon fonctionnement d'un marché équitable sur lequel un titre coté est négocié dans l'un des cas suivants :

- le titre n'est pas assujéti aux CCTI;
- le titre est assujéti aux CCTI, mais le coupe-circuit n'a pas été déclenché.

2. Aperçu du fonctionnement des CCTI

Les CCTI visent :

- les titres qui font partie de l'indice composé S&P/TSX;
- les titres d'un fonds dispensé négocié en bourse (**FNB**)⁷, fonds dont les actifs se composent principalement de titres cotés;
- les certificats canadiens d'actions étrangères (**CCAE**)⁸, dont les actifs se composent uniquement de titres étrangers;
- les titres considérés comme « négociés activement » aux fins de la présente note d'orientation, y compris les FNB à effet de levier admissibles (les **FNB à effet de levier**)⁹ (ensemble, les **titres admissibles**).

⁶ Se reporter à la note d'orientation [GN-URPart9-25-0001](#) – Note d'orientation sur les coupe-circuits à l'échelle du marché (19 août 2025).

⁷ Dans les RUIM, un fonds dispensé négocié en bourse s'entend d'un fonds commun de placement aux fins de la législation en 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 à la législation en valeurs mobilières applicable;

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

⁸ Un certificat canadien d'actions étrangères, ou CCAE, est un produit qui est inscrit à la cote d'une bourse et qui atteste la propriété de titres cotés en bourse étrangers.

⁹ Un FNB à effet de levier recourt aux dérivés financiers et à l'emprunt pour amplifier les rendements quotidiens d'un indice sous-jacent. Les FNB à effet de levier visent à maintenir un niveau de levier constant pendant toute la durée du placement, par exemple un ratio de 2:1 ou de 3:1. Si un FNB à effet de levier a un ratio de 2:1, cela signifie que pour chaque dollar de capital investi, on investit un dollar supplémentaire de fonds empruntés, ce qui permet en théorie de dégager un rendement de 2 % lorsque l'indice dégage un rendement de 1 %. Cette stratégie peut également avoir l'effet inverse, en amplifiant les pertes.

Les seuils de déclenchement des CCTI

- Pour chaque titre admissible sans effet de levier, il y aurait interruption de la négociation si le cours augmentait ou baissait :
 - soit d'au moins 10 % et 20 échelons de cotation pendant une période de 5 minutes entre 7 h et 9 h, 9 h 50 et 15 h 30, et 16 h 15 et 20 h;
 - soit d'au moins 20 % et 40 échelons de cotation pendant une période de 5 minutes entre 9 h et 9 h 50;
 - soit d'au moins 20 % et 40 échelons de cotation pendant une période de 5 minutes durant la période de 30 minutes qui suit la reprise de la négociation après une interruption réglementaire, y compris une interruption réglementaire causée par le déclenchement d'un CCTI.
- Pour les FNB à effet de levier admissibles, le seuil de déclenchement est calculé en multipliant les seuils standards de déclenchement prévus pour les titres admissibles sans effet de levier par le ratio de levier du FNB.

Par exemple, dans le cas d'un FNB à effet de levier admissible ayant un ratio de 2:1, les seuils de déclenchement sont fixés à deux fois les seuils habituels prévus pour les titres admissibles sans effet de levier, de sorte qu'il y aurait interruption de la négociation si le cours augmentait ou baissait :

 - soit d'au moins 20 % et 40 échelons de cotation pendant une période de 5 minutes entre 9 h 50 et 15 h 30;
 - soit d'au moins 40 % ou 80 échelons de cotation pendant une période de 5 minutes après 9 h 30 et avant 9 h 50, et pendant la période de 30 minutes qui suit la reprise de la négociation après une interruption réglementaire (y compris une interruption réglementaire causée par le déclenchement d'un CCTI).
- Le seuil utilisé pour calculer le niveau de déclenchement pour un titre particulier pourrait être temporairement élargi, avec préavis, par des responsables de l'intégrité du marché en réaction à un événement extraordinaire lorsqu'une volatilité accrue peut être considérée comme représentative d'une activité de négociation « normale ».
- Sont exclus du calcul du seuil de déclenchement les cours des opérations qui ont été exécutées en marge de l'écart entre « le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur ».

En outre, les CCTI :

- s'appliquent durant :
 - les heures de négociation de base, de 9 h 30 à 15 h 30,
 - les heures de négociation prolongées, de 7 h à 9 h 30 et de 16 h 15 à 20 h;
- prévoient une interruption initiale de la négociation de 5 minutes qui peut être prolongée de 5 minutes supplémentaires;

- entraînent l'annulation de toute opération exécutée à un cours qui affiche un écart de plus de 5 % par rapport au seuil de déclenchement.

3. Titres visés par le programme de CCTI

L'OCRI tient à jour sur son [site Web](#) une liste quotidienne de tous les titres cotés à une bourse qui font l'objet de CCTI. Toute personne qui souhaite télécharger cette liste à partir de notre site Web doit communiquer avec notre personnel (SSCBSupport@ciro.ca) afin d'établir un compte pour le transfert sécurisé de fichiers (Secure File Transfer Protocole, ou SFTP).

Un titre coté non visé par le programme de CCTI restera assujéti à l'intervention réglementaire d'un responsable de l'intégrité du marché en vertu des pouvoirs que le paragraphe 10.9 des RUIM confère actuellement à celui-ci¹⁰.

3.1 Titres négociés activement

L'OCRI estime qu'il importe que les CCTI ne soient pas appliqués de façon trop large, car ils pourraient être déclenchés par inadvertance par des fluctuations de cours qui peuvent être représentatives des caractéristiques de négociation habituelles d'un titre donné (par exemple, un titre peu liquide, de moindre valeur ou affichant une volatilité historique à court terme élevée). Par conséquent, pour la détermination d'un titre négocié activement aux fins des CCTI, l'OCRI :

- utilise une moyenne pondérée plutôt qu'une simple moyenne pour calculer le volume et la valeur des opérations;
- exclut les données des cinq premiers jours de bourse (titres nouvellement cotés) du calcul de la moyenne pondérée du volume et de la valeur des opérations.

3.1.1 Utilisation d'une moyenne pondérée

L'OCRI se sert de moyennes pondérées pour déterminer si un titre coté en bourse est considéré comme étant « négocié activement ». Durant les trois mois civils ayant précédé immédiatement la date de détermination, le titre doit avoir été négocié sur au moins un marché, comme l'indique l'affichage consolidé du marché :

- en moyenne au moins 500 fois par jour de bourse;
- si la valeur moyenne des opérations dont il a fait l'objet a été d'au moins 1 200 000 \$ par jour de bourse.

¹⁰ Se reporter à la note d'orientation [12-0258](#) – Note d'orientation sur l'intervention réglementaire pour modifier ou annuler des transactions (20 août 2012).

Aux fins des calculs susmentionnés, l'OCRI utilise une moyenne à pondération exponentielle (demi-vie¹¹ de dix jours), plutôt qu'une simple moyenne. Notre analyse a révélé que l'utilisation de cette méthode pour déterminer des titres négociés activement a plusieurs avantages, dont les suivants :

- elle priorise l'activité de négociation récente des titres;
- elle accélère la mise à jour des critères de sélection des CCTI, de sorte que les titres négociés activement sont ajoutés au programme plus tôt et que les titres qui deviennent inactifs en sont retirés plus rapidement qu'au moyen des méthodes précédentes.

3.2 Exclusion des données de négociation initiales portant sur les titres nouvellement cotés

En ce qui concerne les titres nouvellement cotés, l'OCRI exclut les données des cinq premiers jours de bourse du calcul de la moyenne pondérée du volume et de la valeur des opérations. Cette méthode :

- permet d'éviter de prendre en compte les volumes de négociation excessifs parfois observés au cours des premiers jours de bourse;
- est davantage représentative de l'activité de négociation « normale » des titres nouvellement cotés au moment de déterminer si un titre est négocié activement;
- améliore les critères de sélection des titres négociés activement;
- permet de déterminer les titres assujettis aux CCTI.

4. Seuils de déclenchement des CCTI

Un CCTI est déclenché pour un titre donné lorsque le cours de ce titre augmente ou diminue d'au moins 10 % et 20 échelons de cotation pendant une période de 5 minutes. L'exigence d'une variation minimale de l'échelon de cotation contribue à éviter le déclenchement injustifié des CCTI à l'égard de titres à cours peu élevé qui ont affiché une volatilité historique à court terme élevée du point de vue du seul pourcentage de variation du cours.

Pour tenir compte de la volatilité supplémentaire qui pourrait survenir au cours des périodes indiquées ci-après, un CCTI sera déclenché uniquement si le cours augmente ou diminue d'au moins 20 % et 40 échelons de cotation pendant une période de 5 minutes :

- avant l'ouverture (de 9 h à 9 h 30);
- après l'ouverture (de 9 h 30 à 9 h 50);
- durant la période de 30 minutes qui suit la reprise de la négociation après une interruption réglementaire (y compris une interruption réglementaire causée par le déclenchement d'un CCTI).

¹¹ « Demi-vie » : période durant laquelle la pondération exponentielle est réduite de moitié.

Un responsable de l'intégrité du marché peut, sous réserve d'un préavis, élargir temporairement le seuil fixé à l'égard d'un titre particulier en réaction à un événement extraordinaire lorsqu'une volatilité accrue peut être considérée comme représentative d'une activité de négociation « normale ».

Le tableau ci-après précise les moments où les CCTI fonctionnent pendant la séance de négociation continue ainsi que les seuils de déclenchement applicables :

Période ou circonstances	Seuil de déclenchement	
	Titre admissible autre qu'un FNB à effet de levier admissible	FNB à effet de levier admissible ayant un ratio de levier de 2:1 ¹²
De 7 h à 9 h	Au moins 10 % et 20 échelons de cotation	Au moins 20 % et 40 échelons de cotation
De 9 h à 9 h 50	Au moins 20 % et 40 échelons de cotation	Au moins 40 % et 80 échelons de cotation
De 9 h 50 à 15 h 30	Au moins 10 % et 20 échelons de cotation	Au moins 20 % et 40 échelons de cotation
De 15 h 30 à 16 h 15	S. O. – inactif	
De 16 h 15 à 20 h	Au moins 10 % et 20 échelons de cotation	Au moins 20 % et 40 échelons de cotation
Pendant la période de 30 minutes qui suit la reprise de la négociation après une interruption réglementaire	Au moins 20 % et 40 échelons de cotation	Au moins 40 % et 80 échelons de cotation

4.1 Détermination des cours de référence pour les CCTI

Pour établir la hausse ou la baisse du cours, l'OCRI compare le cours d'un titre négocié sur un marché (l'opération « de déclenchement » éventuelle) au cours de référence. Aux fins de ce calcul, le « cours de

¹² Nous utilisons un ratio de 2:1 à titre d'exemple. Pour les FNB à effet de levier admissibles, le seuil de déclenchement est calculé en multipliant les seuils standards de déclenchement prévus pour les titres admissibles sans effet de levier par le ratio de levier du FNB.

référence » correspond à toute opération sur ce titre pendant la période de 5 minutes qui précède l'opération « de déclenchement » éventuelle.

À 7 h, soit au moment où les CCTI commencent à fonctionner, aucune opération sur le titre au cours des cinq minutes précédentes ne pourra servir à établir un cours de référence. Dans ce cas, la première opération après 7 h ne déclenchera pas elle-même un CCTI. Cette opération servira plutôt de cours de référence initial pour évaluer les opérations subséquentes.

Pour le reste du jour de bourse, l'OCRI détermine le cours de référence en utilisant le cours de négociation le plus bas des cinq minutes précédentes lors de l'évaluation d'une hausse de cours, et le cours de négociation le plus élevé des cinq minutes précédentes lors de l'évaluation d'une baisse de cours. Si le titre n'a pas fait l'objet d'une opération au cours des cinq minutes précédentes, il n'y aura pas de cours de référence et aucun CCTI ne sera déclenché. L'opération suivante servira de cours de référence initial pour les cinq minutes suivantes.

Certaines opérations sont exclues du calcul du CCTI. Une opération qui, aux termes des RUIM ou de la partie 6 des règles de négociation (la **Règle sur la protection des ordres**), peut être exécutée moyennant un cours en marge de l'écart entre « le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur » ne déclenchera pas de CCTI et ne servira pas à déterminer si le seuil de déclenchement a été atteint. Les autres opérations qui sont exécutées sur des marchés opaques sont incluses dans le calcul, ce qui cadre avec la manière dont ces opérations sont incluses dans la détermination d'un *dernier cours vendeur* aux termes des RUIM.

5. Durée de l'interruption de la négociation

Après le déclenchement d'un CCTI, la négociation du titre concerné est interrompue pendant 5 minutes. Un responsable de l'intégrité du marché peut prolonger l'interruption de 5 minutes supplémentaires si un déséquilibre important perdure entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

Si, au cours de l'interruption de 5 ou de 10 minutes (selon le cas), l'OCRI décide qu'une interruption supplémentaire est nécessaire (par exemple afin de faciliter la diffusion d'une annonce importante), il 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'une telle interruption réglementaire ne soit imposée, chaque marché peut reprendre la négociation à la fin du délai de 5 ou de 10 minutes. Immédiatement après qu'une interruption de la négociation est déclenchée par un CCTI, les marchés devraient préparer 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.

6. Heures d'exploitation

Les CCTI fonctionnent uniquement durant les périodes déterminées de la séance de négociation continue. Afin de réduire le risque de perturbation involontaire du marché, l'OCRI a exclu la période précédant la clôture de la séance de négociation régulière du fonctionnement des CCTI.

Les CCTI fonctionnent durant les périodes suivantes :

- de 7 h à 15 h 30;
- de 16 h 15 à 20 h.

Les CCTI ne fonctionnent pas durant la période suivante :

- de 15 h 30 à 16 h 15.

Bien que certaines opérations, y compris celles effectuées lors d'une enchère à la clôture sur une bourse à laquelle un titre est coté, soient exclues du déclenchement d'un CCTI et du calcul du cours de référence du CCTI¹³, l'activité sur un autre marché pourrait autrement déclencher un CCTI et entraîner une interruption de la négociation sur le titre sur l'ensemble des marchés. L'OCRI a déterminé que l'exclusion de la période précédant la clôture du fonctionnement des CCTI favorise le bon fonctionnement de marchés équitables.

Pendant la période où les CCTI ne fonctionnent pas, un responsable de l'intégrité du marché reste libre d'interrompre ou de suspendre la négociation sur un titre en vertu des pouvoirs que lui confère le sous-alinéa 10.9(1)a) des RUIM.

7. Traitement réservé aux opérations exécutées après le déclenchement d'un CCTI

Compte tenu du volume et de la rapidité de la négociation sur le marché actuel, certaines opérations pourraient avoir lieu après le déclenchement du CCTI, mais avant l'invocation de l'interruption de la négociation sur tous les marchés.

Un responsable de l'intégrité du marché aura recours au pouvoir qui lui est conféré par le sous-alinéa 10.9(1)d) des RUIM¹⁴ d'annuler toute opération exécutée à un cours qui affiche un écart de plus de 5 % supplémentaires par rapport au cours de déclenchement calculé, cette fourchette de cours ne permettant pas d'avoir des attentes raisonnables d'exécution au moment donné. Toute opération exécutée à un cours qui affiche un écart de moins de 5 % supplémentaires par rapport au cours de déclenchement ne sera pas annulée.

¹³ Comme il est indiqué précédemment, les CCTI ne s'appliquent pas au cours d'une opération qui, aux termes des RUIM ou de la Règle sur la protection des ordres, peut être exécutée moyennant un cours en marge de l'écart entre « le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur ».

¹⁴ En vertu du sous-alinéa 10.9(1)d) des RUIM, un responsable de l'intégrité du marché peut, dans le cadre de l'administration de la négociation des titres sur le marché, modifier ou annuler toute opération s'il juge qu'elle est déraisonnable ou ne respecte pas les RUIM ou les Politiques.

8. Cas particuliers

Il existe des cas particuliers où un CCTI ne devrait pas être déclenché même si la fluctuation des cours se produit sur le marché pendant la durée précisée. En particulier, un CCTI ne sera pas invoqué pendant le reste du jour de bourse après le déclenchement du coupe-circuit à l'échelle du marché (puisque le déclenchement de celui-ci indique que l'humeur sur le marché, qui n'est pas liée aux questions de liquidité visant ce titre donné, est à l'origine de la fluctuation).

9. Dispositions applicables

Les dispositions des règles auxquelles se rapporte la présente note d'orientation sont les suivantes :

- Paragraphe 1.1 des RUIM
- Paragraphe 10.9 des RUIM
- Politique 7.1 des RUIM

10. Note d'orientation antérieure

La présente note d'orientation abroge et remplace le bulletin suivant :

- Bulletin de l'OCRI GN-URPART10-26-0001 – *Note d'orientation sur les coupe-circuits pour titre individuel* (23 février 2026).

11. Documents connexes

La présente note d'orientation est liée aux notes d'orientation suivantes :

- Note d'orientation [12-0258](#) – *Note d'orientation sur l'intervention réglementaire pour modifier ou annuler des transactions* (20 août 2012)
- Note d'orientation XX-XXXX – *Note d'orientation sur les seuils appliqués par le marché* (XX XXXX 2026)
- Note d'orientation [16-0138](#) – *Orientations supplémentaires sur les coupe-circuits pour titre individuel et les seuils appliqués par le marché* (20 juin 2016)
- Note d'orientation [GN-URPart9-25-0001](#) – *Note d'orientation sur les coupe-circuits à l'échelle du marché* (19 août 2025)