

Utilisation d'un cours de
clôture calculé et de derniers
cours acheteur/vendeur
calculés pour les FNB
inscrits à la cote de la TSX
Rapport d'étude

Résumé

Un problème important se pose actuellement sur le marché canadien, à savoir que les cours servant à déterminer la valeur des titres de fonds négociés en bourse (FNB), dont la majorité sont très peu négociés, sont souvent non fidèles à leur véritable valeur au marché. Les deux principaux cours actuellement utilisés, soit le dernier prix de vente et le dernier cours acheteur/vendeur, peuvent en effet être « désuets » quand ils sont employés pour représenter la valeur de ces instruments peu négociés. Plus précisément, l'âge moyen du dernier prix de vente d'un FNB à la fin d'un jour de bourse est de plus de deux heures.

Ce problème pourrait être résolu par l'utilisation d'un cours de clôture calculé et de derniers cours acheteur/vendeur calculés qui tiennent compte du cours le récent dans les cas où le dernier prix de vente est désuet. Ces problèmes de désuétude et l'efficacité des cours de clôture calculés et des cours acheteur/vendeur calculés sont illustrés du point de vue quantitatif dans une étude qu'a menée Groupe TMX Limitée (TMX) et sont expliqués plus en détail dans le présent rapport.



Mise en contexte

Les cours servant actuellement à indiquer la valeur des titres de FNB dans les relevés des investisseurs et dans divers contextes de présentation d'information sont souvent non fidèles à leur « véritable » valeur au marché d'après des observations faites vers la fin des jours de bourse. Le « cours de clôture » est couramment employé pour indiquer le cours le plus récent d'un titre à la fin d'un jour de bourse. Malgré sa fréquence d'utilisation et bien qu'il serve de référence à nombre d'utilisateurs, le « cours de clôture » n'est pas officiellement défini. La valeur correspondant au cours de clôture est généralement le dernier prix de vente, défini dans les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) comme le cours du dernier lot régulier négocié à la clôture d'un jour de bourse. Or, rien dans les RUIM ou ailleurs n'exige que le dernier prix de vente soit celui d'une opération survenant vers la fin d'un jour de bourse. En fait, la plus récente opération pour un lot régulier pourrait avoir eu lieu de nombreuses heures avant la fin du jour de bourse, établie à 16 h.

Le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur sont deux autres cours importants servant à indiquer la valeur à la fin d'un jour de bourse. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), par l'intermédiaire du Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites, fixent la base sur laquelle la valeur marchande doit être établie pour la présentation d'information aux clients. Selon ce règlement, la valeur marchande doit être déterminée « en utilisant le dernier cours acheteur dans le cas d'un titre en position acheteur et le dernier cours vendeur dans le cas d'un titre en position vendeur tels qu'ils apparaissent dans la liste de cours consolidée ou au bulletin de cours de la bourse à la fermeture des bureaux ».

La représentation de la valeur au marché des titres de FNB est problématique dans les deux cas. Dans le premier cas, le dernier prix de vente peut être représentatif quand la dernière opération est survenue près de la fin d'un jour de bourse; toutefois, si le FNB n'a pas été négocié depuis plusieurs heures, voire plusieurs jours, sa valeur courante peut s'écarter radicalement de son dernier prix de vente. Dans le deuxième cas, le dernier cours acheteur est censé refléter le cours le plus élevé qu'un acheteur est prêt à payer à la fin d'un jour de bourse; parallèlement, le dernier cours vendeur est censé refléter le cours le plus bas qu'un vendeur est prêt à accepter à la fin d'un jour de bourse. Toutefois, si la négociation prend fin à 17 h (HE), la clôture de la séance

de négociation principale survient à 16 h (HE), après quoi de nombreux ordres sont annulés, si bien qu'il n'en reste souvent que très peu par rapport au nombre à 16 h. Il en résulte que le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur à 17 h ne reflètent plus avec exactitude les cours acheteur et vendeur du titre – le dernier cours acheteur est plus bas et le dernier prix de vente est plus haut que leurs valeurs plus réalistes à 16 h. Cela peut avoir une incidence négative sur les besoins de capitaux des courtiers et de marge des clients, tout en semant la confusion chez les clients et leurs conseillers quant à la véritable valeur de leurs placements.

Pour corriger ces problèmes, TMX a établi de nouvelles valeurs pour le cours de clôture et les derniers cours acheteur/vendeur des FNB inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (TSX). Ces valeurs sont officiellement appelées le « cours de clôture à la TSX », le « cours acheteur à la TSX » et le « cours vendeur à la TSX ». La nouvelle méthodologie utilise un cours moyen pondéré en fonction du temps (CMPT) calculé sur les 10 dernières minutes de négociation pour établir le dernier cours acheteur à la TSX, le dernier cours vendeur à la TSX et, en l'absence d'opération pendant ces 10 dernières minutes, le cours de clôture à la TSX. Cette méthodologie vise à fournir un point de référence plus utile aux fins d'évaluation de portefeuille qu'un dernier prix de vente potentiellement désuet. Le cours acheteur à la TSX et le cours vendeur à la TSX se traduisent par des écarts à la fois serrés et réalistes, puisqu'ils reposent sur la moyenne pondérée en fonction du temps des cours acheteur et vendeur affichés. (À noter que le calcul du CMPT n'est utilisé que pour les FNB. Pour les autres titres, le cours de clôture à la TSX est l'équivalent du dernier prix de vente, et les cours acheteur/vendeur à la TSX sont les cours acheteur/vendeur à la TSX à 16 h.)

Ces nouvelles valeurs ont été approuvées et adoptées après une consultation publique¹ et sont communiquées en tête de registre (de niveau 1) de la TSX et dans les flux de données de référence. La diffusion, dans les flux de données de la TSX, d'un nouveau message contenant ces trois données procure aux parties intéressées un moyen simple et pratique de repérer le cours de clôture ainsi que les cours acheteur et vendeur de clôture d'un titre donné. Mieux encore, la méthode proposée permet d'évaluer avec plus de précision le cours des FNB très peu négociés, en plus d'améliorer l'expérience des investisseurs, des conseillers, des courtiers et des gestionnaires d'actifs qui veulent mesurer le rendement de ces produits.

¹ On peut consulter le document Avis de projet de modification et sollicitation de commentaire sur le site de TMX à <https://www.tsx.com/resource/fr/2665/tsx-proposed-amendments-to-introduce-definitions-for-tsx-closing-price-tsx-last-ask-price-and-tsx-last-bid-price-2021-06-17-fr.pdf>

Étude

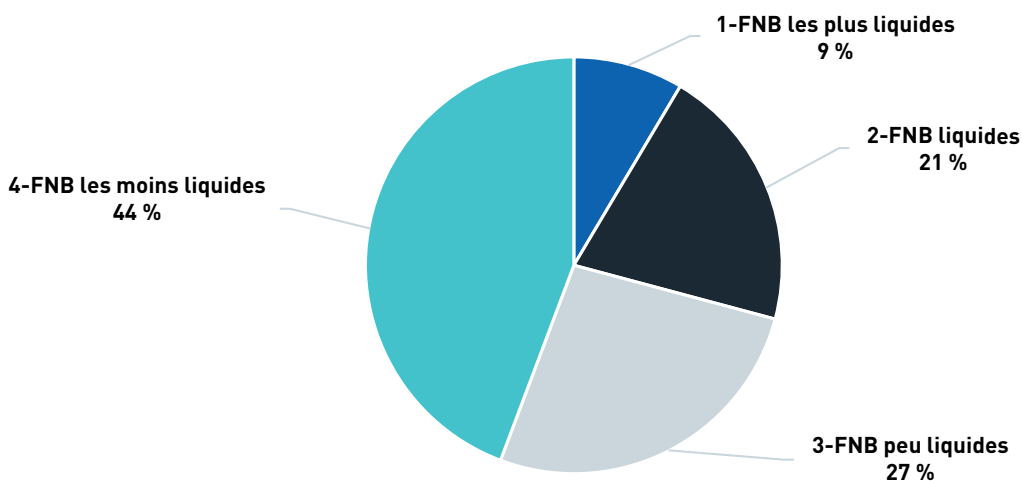
Pour illustrer les problèmes que posent les mesures actuelles, TMX a mené une étude comparant les nouveaux « cours calculés » (que nous appelons dans ce texte « cours de clôture calculé TSX », « dernier cours acheteur calculé TSX » et « dernier cours vendeur calculé TSX ») avec les cours actuellement utilisés (le dernier prix de vente, le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur). L'étude a porté sur les titres de FNB inscrits à la TSX pendant la période de trois mois comprise entre le 1er septembre 2021 et le 30 novembre 2021, inclusivement. La méthodologie pour les cours calculés était la même que celle employée pour le cours de clôture à la TSX, le cours acheteur à la TSX et le cours vendeur à la TSX. Pour plus de détails sur les calculs, voir l'Annexe A – Calcul des cours.

Les résultats sont segmentés selon la fréquence de négociation relative, ou liquidité « observée ». Chaque titre est classé selon sa valeur de négociation quotidienne moyenne (VNQM) par jour de bourse à la TSX pour les douze mois précédents. La catégorie 1, Titres les plus liquides, couvre les titres dont la VNQM est d'au moins 1 million de dollars par jour de bourse. Les titres dont la VNQM est inférieure à 1 million de dollars sont classés par ordre décroissant de VNQM, et cet ensemble est divisé en 10 déciles. Les trois déciles supérieurs (1 à 3) correspondent à la catégorie 2, Titres liquides, les trois déciles suivants (4 à 6) forment la catégorie 3, Titres peu liquides, et les quatre derniers déciles (6 à 10) forment la catégorie 4, Titres les moins liquides, qui représente les titres les moins négociés. Voir l'Annexe B – Classification des titres pour plus de détails.

La majorité des titres de FNB canadiens sont très peu négociés

La majorité des titres de FNB inscrits au Canada sont très peu négociés. En utilisant le système de classification expliqué ci-dessus, nous constatons que c'est le cas de la plupart des FNB inscrits à la TSX, dont 92 % ont une VNQM inférieure à 1 million de dollars. Les résultats pour les catégories 2-Titres liquides, 3-Titres peu liquides et 4-Titres les moins liquides sont donc les plus pertinents puisqu'ils touchent la majeure partie des titres de FNB canadiens.

FIGURE 1
Degrés de liquidité des FNB inscrits à la TSX



À noter la très faible proportion que représentent les FNB dans la catégorie des titres les plus liquides (VNQM supérieure à 1 million de dollars).

Cours de clôture calculé TSX et dernier prix de vente

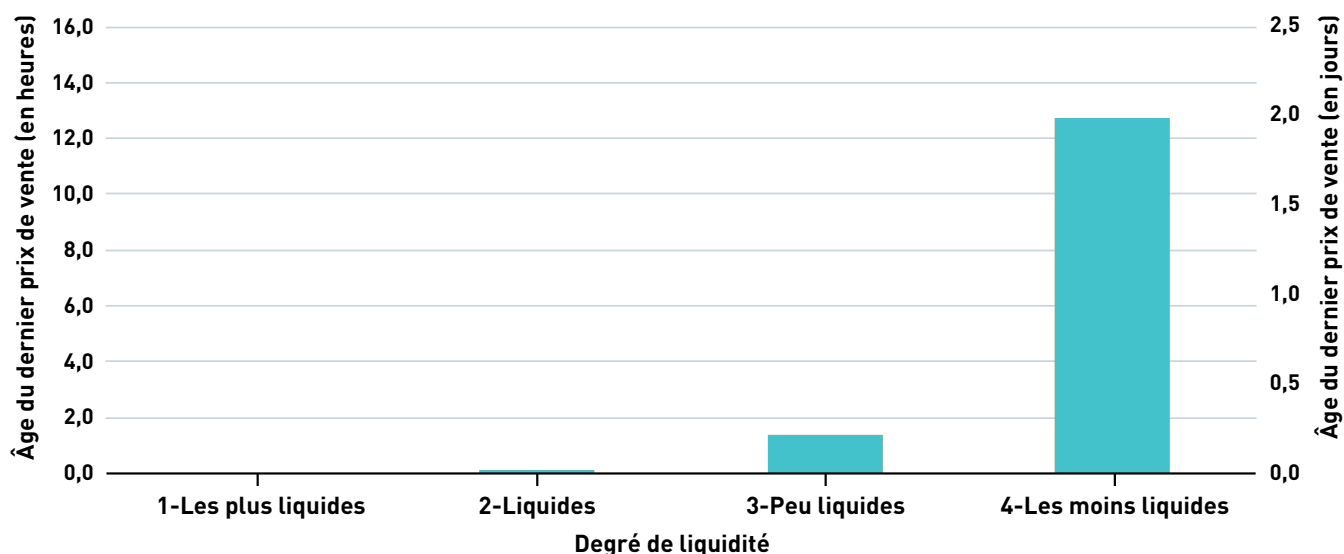
LE DERNIER PRIX DE VENTE PEUT ÊTRE « DÉSUET » ET NE PAS REFLÉTER LA VALEUR COURANTE D'UN TITRE.

L'un des principaux problèmes que pose l'utilisation du dernier prix de vente pour l'évaluation est que, pour les titres de FNB très peu négociés, le moment de la dernière opération peut se situer plusieurs heures, voire plusieurs jours avant la clôture de la négociation pour n'importe quelle date d'observation. Pour le mesurer, TMX a relevé l'âge moyen (en heures) du dernier prix de vente à la fermeture à 16 h (HE), pour chaque jour de bourse de la période de l'étude. Puisqu'un jour de bourse dure 6,5 heures (de 9 h 30 à 16 h), tout âge dépassant 6,5 heures représente plus d'un jour. Plus l'âge est élevé, plus le dernier prix de vente est désuet.

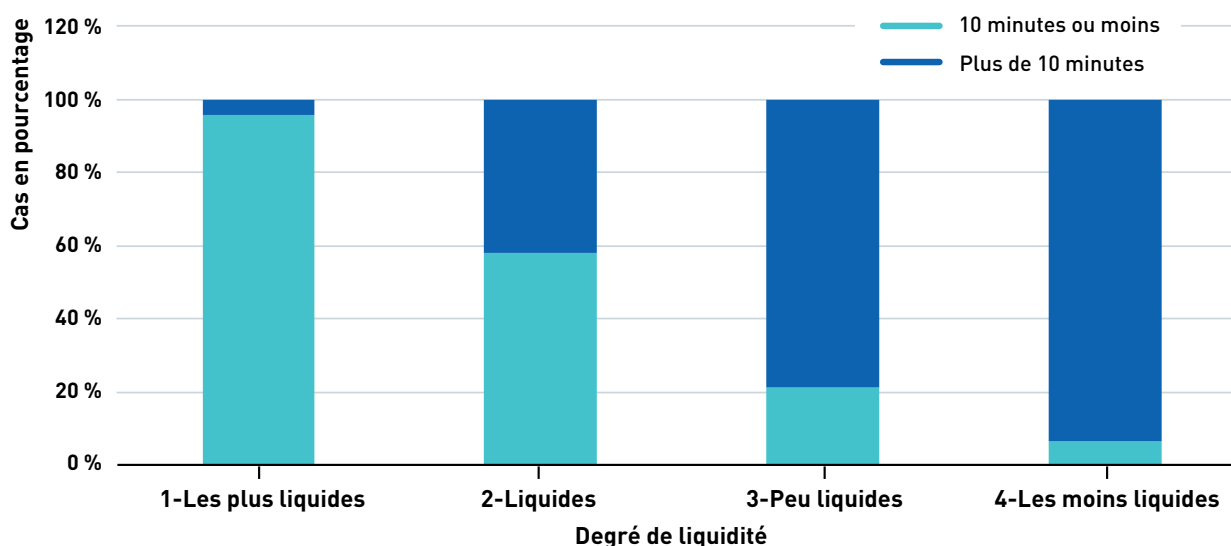
Nous constatons que plus la liquidité est faible, plus l'âge du dernier prix de vente augmente. Tous degrés de liquidité confondus, l'âge médian du dernier prix de vente est de 2,2 heures pour les FNB.

FIGURE 2

Âge du dernier prix de vente des FNB par degré de liquidité



Le cours de clôture calculé TSX résout ce problème en passant automatiquement au point médian de la cotation si le dernier prix de vente remonte à plus de 10 minutes (~0,17 heure) avant la fin de la négociation à 16 h, ce qui élimine du calcul tout dernier prix de vente « désuet ». Dans notre étude, nous avons constaté que le dernier prix de vente se situait la plupart du temps en dehors de cette fenêtre de 10 minutes pour les FNB, comme l'illustre le graphique ci-dessous. Cela montre que les derniers prix de vente sont désuets pour ces titres; le cours de clôture calculé TSX n'utilise pas le dernier prix de vente dans son calcul pour la plupart des FNB.

FIGURE 3**Derniers prix de vente de FNB dont l'âge est de 10 minutes ou moins et dont l'âge est supérieur à 10 minutes****LE DERNIER PRIX DE VENTE EST PLUS SUSCEPTIBLE QUE LE COURS DE CLÔTURE CALCULÉ TSX DE SE TROUVER EN DEHORS DU COURS DE CLÔTURE AFFICHÉ.**

La « désuétude » peut aussi être mesurée d'après la fréquence à laquelle le dernier prix de vente est en dehors du cours de clôture affiché. Dans notre étude, le meilleur cours acheteur et vendeur à la TSX (TBBO) à la fermeture à 16 h est employé comme mesure du cours le plus pertinent à ce moment. Le TBBO est un bon indicateur du meilleur cours acheteur et vendeur national (NBBO), qui correspond aux meilleurs cours acheteur et vendeur pour l'ensemble des marchés protégés canadiens² et représente le cours auquel un titre est négociable sur-le-champ sur ces marchés, par opposition à son cours historique. La prochaine opération sur le titre serait automatiquement à l'intérieur du TBBO, plutôt qu'en dehors. Un cours en dehors du TBBO n'est donc pas susceptible de refléter la valeur courante du titre.

Pour l'évaluer, nous avons comparé le cours de clôture calculé TSX et le dernier prix de vente avec le TBBO sur quelques jours, pour tous les FNB inscrits à la TSX. Si un cours est égal ou supérieur au meilleur cours acheteur à la TSX (TBB) et égal ou inférieur au meilleur cours vendeur à la TSX (TBO), il est à l'intérieur du TBBO; autrement, il est en dehors du TBBO et, donc, plus susceptible d'être désuet. Nous avons ainsi obtenu une perspective statistique de la probabilité que le cours de clôture calculé et le dernier prix de vente de chaque titre soient dans le TBBO ou en dehors du TBBO à la clôture.

Le tableau qui suit montre bien que pour les FNB les plus liquides, le pourcentage de cours en dehors du TBBO est à peu près le même pour le cours de clôture calculé TSX et le dernier prix de vente. Cela tient à la nature même du cours de clôture calculé TSX, qui, pour la plupart des FNB fréquemment négociés, est essentiellement identique au dernier prix de vente. (Voir Annexe A – Calcul des cours.) Pour tous les autres degrés de liquidité, toutefois, le cours de clôture calculé TSX est en dehors du TBBO beaucoup moins souvent que ne l'est le dernier prix de vente. Cette disparité de fréquence augmente radicalement pour les degrés de liquidité faibles.

FIGURE 4**FNB inscrits à la TSX – Pourcentage de cours en dehors du TBBO**

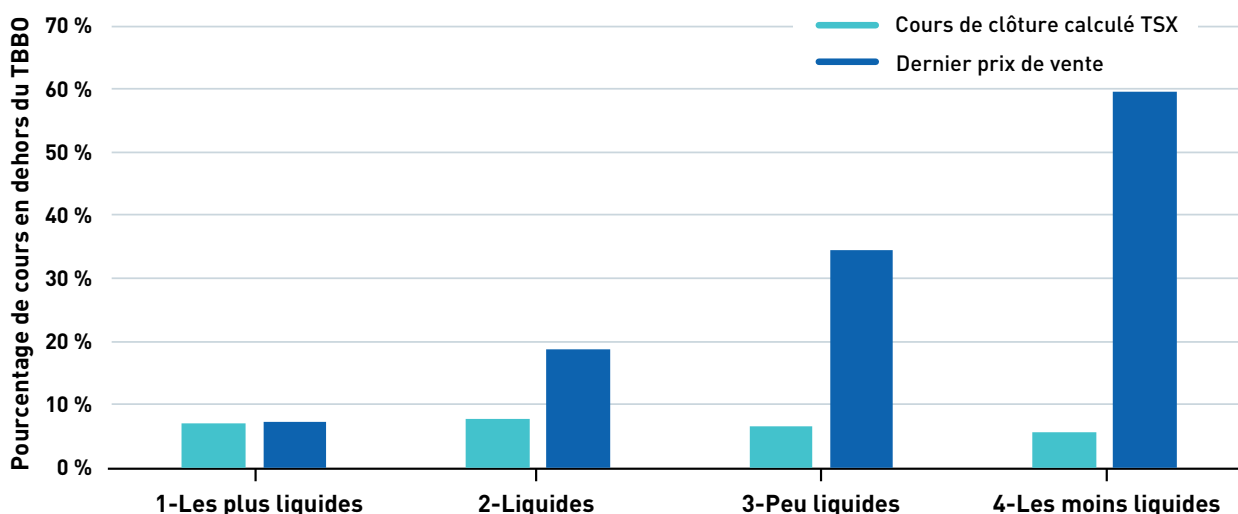
MARCHÉ D'INSCRIPTION	TYPE DE TITRE	DEGRÉ DE LIQUIDITÉ	POURCENTAGE DE COURS EN DEHORS DU TBBO		
			COURS DE CLÔTURE CALCULÉ TSX	DERNIER PRIX DE VENTE	ÉCART
TSX	FNB	1-FNB les plus liquides	7,1 %	7,4 %	0,3 %
TSX	FNB	2-FNB liquides	7,8 %	18,7 %	10,9 %
TSX	FNB	3-FNB peu liquides	6,5 %	34,4 %	27,9 %
TSX	FNB	4-FNB les moins liquides	5,6 %	59,6 %	54,0 %

² Les marchés protégés canadiens visés par l'étude, énumérés sur le site de l'OCRCVM, sont : NEO-L, la CSE, Nasdaq CXC, Nasdaq CX2, Omega et la Bourse de Toronto (TSX).

Le tableau ci-dessous fournit une représentation graphique de ces écarts :

FIGURE 5

FNB inscrits à la TSX – Pourcentage de cours en dehors du TBBO



La proportion des cas où le dernier prix de vente d'un FNB est en dehors du TBBO est de 18,7 % pour les FNB liquides, de 34,4 % pour les FNB peu liquides et de 59,6 % pour les FNB les moins liquides. Par contraste, la proportion des cas où le cours de clôture calculé TSX d'un FNB est en dehors du TBBO est inférieure à 8 % pour tous les degrés de liquidité.

À noter que les FNB liquides sont souvent activement négociés vers la fin du jour de bourse et que, conséquemment, il n'est pas rare que le TBBO s'écarte du dernier prix de vente avant la fermeture des marchés; comme illustré ci-dessus, ce phénomène se produit environ 7 % du temps.

D'après l'analyse ci-dessus, nous concluons que le cours de clôture calculé TSX reflète nettement mieux que le dernier prix de vente la véritable valeur d'un FNB à la fin d'un jour de bourse.

Derniers cours acheteur/vendeur à la TSX et derniers cours acheteur/vendeur

Dans le cadre de notre étude, nous observons que l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur des FNB se creuse à 16 h, puis après 16 h 10 et de nouveau juste avant 17 h. Cela pose un problème puisque, selon la réglementation en vigueur, le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur doivent servir à des fins officielles, notamment pour l'évaluation des actifs des clients par les courtiers. Selon nous, la plupart des courtiers interprètent ces valeurs comme représentant le cours acheteur à la TSX et le cours vendeur à la TSX à 17 h, les derniers cours affichés de la journée, et c'est l'interprétation utilisée dans la plupart des systèmes. Cela signifie que l'élargissement observé de l'écart se répercute sur l'exactitude de l'évaluation des positions de FNB communiquée aux clients :

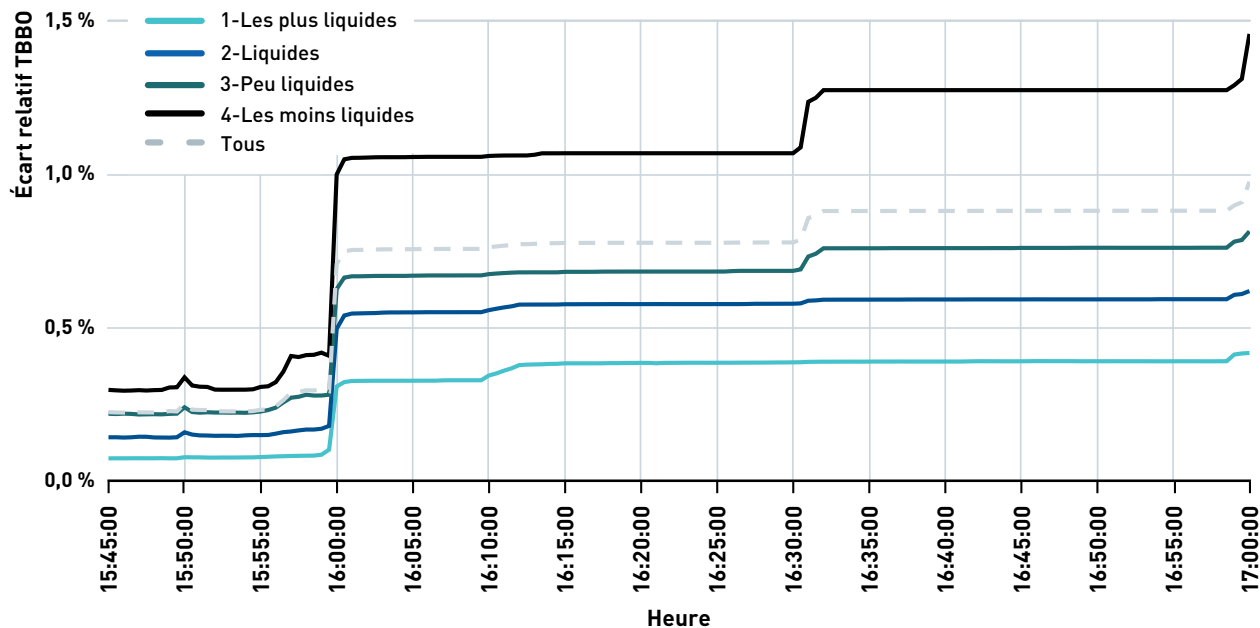
- les positions acheteur, qui utilisent le cours acheteur, tendent à être sous-évaluées;
- les positions vendeur, qui utilisent le cours vendeur, tendent à être surévaluées.

Cette pratique peut avoir une incidence négative sur les besoins de capitaux des courtiers et de marge des clients, tout en semant la confusion chez les clients et leurs conseillers quant à la véritable valeur de leurs placements.

Dans la figure ci-dessous, l'écart TBBO moyen est illustré pour les 75 dernières minutes d'un jour de bourse pour tous les degrés de liquidité des FNB. L'écart TBBO est normalisé pour chaque FNB en étant divisé par son cours médian; soit $(TBB - TBO) / ((TBB + TBO) / 2)$. Plus l'écart TBBO est élevé, plus sont éloignés l'un de l'autre le cours acheteur et le cours vendeur utilisés pour déterminer la valeur au marché dans les relevés des clients.

FIGURE 6

Écart à la fin du jour de bourse pour les FNB inscrits à la TSX



Tous les degrés de liquidité présentent le même profil d'écart :

- des écarts relativement constants avant 16 h;
- un élargissement marqué juste avant 16 h;
- un élargissement additionnel autour de 16 h 30, à la fermeture de certains marchés des dérivés, puis un nouveau juste avant 17 h.

Cet élargissement des écarts entraîne une dislocation entre les derniers cours affichés et la véritable valeur à 17 h. Fait important, c'est pour les FNB les moins liquides que cet effet est le plus prononcé.

Ces problèmes de dislocation des cours touchent particulièrement les FNB en raison de la nature de la liquidité de ces produits, qui tient pour l'essentiel à l'activité de teneurs de marché. Normalement, les teneurs de marché soit retirent leurs cotations, soit en accentuent les écarts peu avant 16 h, prévoyant qu'ils auront des occasions limitées de couvrir des opérations de fin de séance après cette heure. Ce comportement est clairement illustré dans le graphique ci-dessus.

Conclusion

L'étude montre que le cours de clôture calculé TSX reflète mieux la valeur d'un FNB à la fin d'un jour de bourse que le dernier prix de vente, du fait de la désuétude potentielle de ce dernier. Cela est d'autant plus vrai pour les titres très peu négociés (ceux dont la valeur de négociation quotidienne moyenne est inférieure à 1 million de dollars), ce qui correspond à la grande majorité des titres de FNB inscrits à la TSX.

La désuétude du dernier prix de vente pour le FNB est illustrée par son âge médian de 2,2 heures, qui représente une proportion considérable du jour de bourse. Pour les FNB les moins liquides, l'âge médian de la dernière opération atteint deux jours de bourse complets; et la probabilité que le dernier prix de vente soit en dehors du TBBO dépasse une chance sur deux (59,6 %). Comme le TBBO est une mesure du cours auquel un titre est négociable dans l'immédiat, cela démontre que le dernier prix de vente n'est pas fiable. Le cours de clôture calculé TSX résout le problème de la désuétude en tenant compte du cours affiché si l'âge du dernier prix de vente dépasse 10 minutes, ce qui se traduit par une proportion de cours de clôture en dehors du TBBO beaucoup plus faible (6,4 %) pour l'ensemble des FNB.

Nous pensons aussi que le dernier cours vendeur calculé TSX et le dernier cours acheteur calculé TSX reflètent mieux la valeur d'un FNB que le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur actuellement utilisés en raison de l'élargissement des écarts qui survient juste avant 16 h et après cette heure. À 17 h, l'heure à laquelle la plupart des courtiers relèvent les derniers cours acheteur et vendeur pour les relevés des clients, les écarts se sont considérablement creusés et les cotations ne reflètent plus les cours négociés à la fin du

jour de bourse. Le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur sont relevés à une heure où la négociation a cessé sur le marché et où la plupart des participants ont annulé leurs cotations. De plus, ces cotations sont inadmissibles, puisque la TSX n'autorise pas la négociation après 16 h, sauf au dernier prix de vente. En conséquence, nous pensons qu'il est fréquent que le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur ne reflètent pas avec exactitude la valeur d'un titre à la fin d'un jour de bourse. En revanche, nous sommes d'avis que le dernier cours acheteur calculé TSX et le dernier cours vendeur calculé TSX reflètent mieux la valeur d'un FNB à la fin d'un jour de bourse, du fait qu'ils reposent sur le cours moyen auquel le FNB pourrait être négocié vers la fin du jour de bourse.

En conclusion, nous pensons que cette étude démontre les problèmes que posent les cours actuellement utilisés pour indiquer la valeur des titres de FNB à la fin d'un jour de bourse. Les valeurs de rechange que sont [selon leurs appellations officielles] le cours de clôture à la TSX, le cours acheteur à la TSX et le cours vendeur à la TSX (dans le présent texte, le cours de clôture calculé TSX, le dernier cours acheteur calculé TSX et le dernier cours vendeur calculé TSX, respectivement) répondent à ces lacunes et reflètent mieux la valeur des titres que le dernier prix de vente, le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur, respectivement. Nous pensons que l'adoption de cette approche au Canada, y compris le fait de la reconnaître officiellement comme base d'évaluation, pourrait contribuer à renforcer la confiance des investisseurs dans le marché des FNB canadien et dans les marchés financiers plus globalement.

Annexe A – Calcul des cours

COURS DE CLÔTURE CALCULÉ TSX

Le cours de clôture calculé TSX est calculé comme suit :

- en présence d'un dernier prix de vente à la TSX (TLSP) au cours des 10 dernières minutes de la séance de négociation régulière, le cours de clôture calculé TSX sera le TLSP;
- en l'absence d'un TLSP au cours des 10 dernières minutes de la séance de négociation régulière, le cours de clôture calculé TSX correspondra au point médian entre les deux cours moyens pondérés en fonction du temps (CMPT) suivants :
 - le CMPT du meilleur cours acheteur à la TSX (TBB) au cours des 10 dernières minutes de la séance de négociation régulière;
 - le CMPT du meilleur cours vendeur à la TSX (TBO) au cours des 10 dernières minutes de la séance de négociation régulière;
- en l'absence d'un meilleur cours acheteur et vendeur à la TSX (TBBO) au cours des 10 dernières minutes de la séance de négociation régulière, le moment du TLSP par rapport au dernier TBBO sera évalué comme suit :
 - TLSP postérieur au dernier TBBO → TLSP;
 - dernier TBBO postérieur au TLSP → point médian du dernier TBBO;
 - pas de TLSP pendant la séance de négociation en cours → point médian du dernier TBBO;
- en l'absence d'un TLSP et d'un TBBO pendant la séance de négociation régulière du jour concerné, le cours de clôture calculé TSX sera le cours de clôture calculé TSX du jour précédent;
 - si le cours de clôture calculé TSX du jour précédent n'est pas disponible, le cours de clôture calculé TSX sera le TLSP du jour précédent.

À noter que, même si TMX publie actuellement le cours calculé uniquement pour les FNB, aux fins de l'étude, le même calcul a aussi été appliqué aux titres de participation pour comparaison avec le dernier prix de vente.

DERNIER PRIX DE VENTE

Aux fins de la présente étude, le « dernier prix de vente » d'un titre inscrit à la Bourse de Toronto (TSX) ou à la Bourse de croissance TSX (TSXV) est le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre, mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :

1. un ordre de base;
2. un ordre au cours du marché;
3. un ordre au cours de clôture;
4. un ordre assorti de conditions particulières sauf si l'ordre a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un ordre assorti de conditions particulières;
5. un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

DERNIER COURS ACHETEUR CALCULÉ TSX ET DERNIER COURS VENDEUR CALCULÉ TSX

Le dernier cours acheteur calculé TSX et le dernier cours vendeur calculé TSX sont calculés comme suit :

- en présence d'un meilleur cours acheteur et vendeur à la TSX (TBBO) au cours des 10 dernières minutes de la séance de négociation régulière :
 - le dernier cours acheteur calculé TSX correspondra au CMPT du meilleur cours acheteur à la TSX (TBB) pendant cette période;
 - le dernier cours vendeur calculé TSX correspondra au CMPT du meilleur cours vendeur à la TSX (TBO) pendant cette période;
- en l'absence d'un TBBO au cours des 10 dernières minutes de la séance de négociation régulière :
 - le dernier cours acheteur calculé TSX correspondra au dernier TBB du jour de bourse courant;
 - le dernier cours vendeur calculé TSX correspondra au dernier TBO du jour de bourse courant.

DERNIER COURS ACHETEUR ET DERNIER COURS VENDEUR

À l'heure actuelle, la définition de « valeur marchande » pertinente en ce qui concerne la valeur des titres indiquée dans les relevés des clients, plus précisément pour les titres inscrits, est celle qui figure au paragraphe 200.1(h)(i) de la Règle 200, Registres obligatoires, des Règles des courtiers membres de l'OCRCVM, au sous-paragraphe (A)³ : « s'il s'agit de titres inscrits, selon le dernier cours acheteur dans le cas d'un titre en position en compte (acheteur) et, parallèlement, le dernier cours vendeur dans le cas d'un titre en position à découvert (vendeur) tels qu'ils paraissent sur la liste consolidée des cours ou dans le bulletin de cours de la bourse à la fermeture des marchés à la date pertinente ou le dernier jour de bourse avant la date pertinente, selon le cas » [...]

Aux fins de la présente étude, nous supposons que la plupart des courtiers prennent leurs cours à la bourse concernée et utilisent le dernier cours acheteur et le dernier cours vendeur du jour. Pour les titres inscrits à la TSX et à la TSXV, il s'agirait du dernier cours à la clôture de la négociation, à 17 h sur les deux bourses.

Annexe B – Classement selon la fréquence de négociation relative des titres

Aux fins de l'étude, TMX a classé les titres inscrits dans des catégories fondées sur la fréquence de négociation. Les titres du premier groupe (A) (qui forment une catégorie à eux seuls) sont les plus activement négociés, selon leur valeur de négociation quotidienne moyenne (VNQM) à la TSX ou à la TSXV pour les douze mois précédents. Le deuxième groupe (B) comprend les titres qui, en moyenne, se négocient moins activement. Cet ensemble est divisé en catégories, également fondées sur l'ampleur de l'activité de négociation. Chaque catégorie correspond à un degré de liquidité.

FIGURE 7

Classement selon la fréquence de négociation relative des titres aux fins de l'étude

DEGRÉ DE LIQUIDITÉ	DÉCILE	VALEUR DE NÉGOCIATION QUOTIDIENNE MOYENNE (VNQM)		
		ACTIONS TSX	FNB TSX	ACTIONS TSXV
1-FNB les plus liquides	s.o.	Supérieure à 1 million		
	1			
2-Titres liquides	2	De 206 963 \$ à 999 999 \$	De 98 823 \$ à 999 999 \$	De 98 823 \$ à 999 999 \$
	3			
3-FNB peu liquides	4			
	5	De 75 578 \$ à 206 987 \$	De 37 243 \$ à 98 342 \$	De 38 703 \$ à 98 342 \$
	6			
4-Titres les moins liquides	7			
	8			
	9	Moins de 75 578 \$	Moins de 37 243 \$	Moins de 38 703 \$
	10			

³ Pour consulter la version la plus récente des Règles des courtiers membres de l'OCRCVM, voir le document RulesCollated_fr.pdf sur le [site de l'OCRCVM](#).



tmx.com

© TSX Inc., 2022. Tous droits réservés. Il est interdit de copier, de distribuer, de vendre ou de modifier le présent document sans obtenir le consentement écrit préalable de TSX Inc. Les renseignements qui figurent dans le présent document sont fournis à titre d'information seulement. Ni Groupe TMX Limitée ni ses sociétés affiliées ne garantissent l'exhaustivité des renseignements qui figurent dans le présent document et ne sont responsables des erreurs ou des omissions que ceux-ci pourraient comporter ni de l'utilisation qui pourrait en être faite. Le présent document ne vise pas à offrir des conseils en placement, en comptabilité ou en fiscalité ni des conseils juridiques, financiers ou autres, et l'on ne doit pas s'en remettre à celui-ci pour de tels conseils. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres inscrits à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX. Le Groupe TMX et ses sociétés affiliées ne cautionnent ni ne recommandent les titres mentionnés dans le présent document. Groupe TMX, The Future is Yours to See., TMX, le logo de TMX, Groupe TMX, Toronto Stock Exchange, TSX, TSX Venture Exchange, TSXV et Voir le futur. Réaliser l'avenir. sont des marques déposées de TSX Inc.