

Avis relatif à l'intégrité du marché

Approbation de modifications

26 mai 2006

N° 2006-012

Acheminement suggéré

- Négociation
- Affaires juridiques et conformité

DISPOSITIONS SE RAPPORTANT À LA PRIORITÉ AUX CLIENTS

Sujets principaux

- Consentement du client
- Ordre client
- Priorité
- Transactions en avance sur le marché
- Ordre propre
- Ordre non-client
- Ordre assorti de conditions particulières

Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis de l'approbation par les autorités en valeurs mobilières compétentes, avec prise d'effet le 26 mai 2006, des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché se rapportant à la priorité aux clients de sorte que, sous réserve de certaines exceptions, un participant doit donner la priorité à un ordre client par rapport à tous les ordres propres et aux ordres non-clients saisis sur un marché après la réception de l'ordre client :

- visant le même titre;
- moyennant le même ou un meilleur cours;
- dans le même sens du marché;
- selon les mêmes conditions et modalités de règlement.

Renvois aux dispositions des RUIM

- Règle 1.1 – Définitions – *ordre assorti de conditions particulières*
- Règle 4.1 – Transactions en avance sur le marché
- Règle 5.3 – Priorité aux clients

Questions / renseignements supplémentaires

Pour obtenir un complément de renseignements ou pour formuler des questions concernant le présent Avis, veuillez communiquer avec la personne suivante :

M^e James E. Twiss

Avocat principal en matière de politique

Téléphone : (416) 646-7277

Télécopieur : (416) 646-7265

Courriel : james.twiss@rs.ca

Renvois aux Avis relatifs à l'intégrité du marché

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-017 – Avis de consultation – Dispositions se rapportant à la priorité aux clients (10 juin 2005)

DISPOSITIONS SE RAPPORTANT À LA PRIORITÉ AUX CLIENTS

Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis de l'approbation par les autorités en valeurs mobilières compétentes, avec prise d'effet le 26 mai 2006, des modifications (les « modifications ») aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») se rapportant à la priorité aux clients de sorte que, sous réserve de certaines exceptions, un participant doit donner la priorité à un ordre client par rapport à tous les ordres propres et aux ordres non-clients saisis sur un marché après la réception de l'ordre client :

- visant le même titre;
- moyennant le même ou un meilleur cours;
- dans le même sens du marché;
- selon les mêmes conditions et modalités de règlement.

Contexte des modifications

Le 10 juin 2005, Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-017 sollicitant des commentaires sur la modification proposée des RUIM concernant la priorité aux clients (la « proposition »). Les autorités en valeurs mobilières compétentes (les « autorités de reconnaissance ») ont approuvé les modifications qui renferment un certain nombre de changements par rapport à la proposition initiale. Les modifications prennent effet le 26 mai 2006. Les différences entre les modifications et la proposition sont résumées plus loin dans le présent Avis sous le titre « Résumé des modifications par rapport à la proposition ».

Avant l'adoption des modifications, la Règle 5.3 des RUIM prévoyait qu'un participant n'était pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client par rapport à un ordre propre ou un ordre non-client si la répartition avait été effectuée par le système de négociation d'un marché. Cette méthode est acceptable lorsque tous les marchés utilisent les mêmes algorithmes de répartition. Toutefois, s'il existe plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres, la probabilité existe que chacun des marchés aura des variations quant aux priorités établies pour la répartition des ordres à l'égard de transactions exécutées sur le marché. Compte tenu de la mise en œuvre possible de nouveaux algorithmes de répartition, les intérêts d'un client pourraient être touchés, intentionnellement ou non, en fonction du marché sur lequel soit l'ordre client, d'une part, soit l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, est saisi.

En prenant pour hypothèse qu'un participant a mis en œuvre un système raisonnable de politiques et procédures internes en vue de garantir la conformité à la règle sur la priorité aux clients et afin de prévenir l'utilisation à mauvais escient de renseignements au sujet d'ordres clients, le participant visé par la version antérieure de la Règle 5.3 n'était néanmoins pas en mesure de se fier à la répartition fournie par le système de négociation d'un marché si l'une des conditions suivantes était respectée :

- l'ordre client, l'ordre propre ou l'ordre non-client avait été exécuté sur un marché autre qu'un *marché* (p. ex., une bourse étrangère ou un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada);
- l'ordre client n'avait pas été immédiatement saisi dès sa réception;
- l'ordre client avait été ultérieurement modifié ou annulé par le participant (p. ex., par le négociateur réagissant à la conjoncture du marché dans le cadre de ses efforts en vue d'obtenir la « meilleure exécution » pour le client) autrement que suivant les directives du client.

La modification traite des problèmes pratiques associés à l'incapacité d'un participant de se fier à la « dispense relative au système de négociation » en rattachant l'obligation d'accorder la priorité aux clients directement au moment de la réception de l'ordre client.

Résumé de l'incidence des modifications

Le texte qui suit donne un résumé des différences les plus importantes entre les exigences relatives à la priorité aux clients en vertu des modifications comparativement aux dispositions antérieures de la Règle 5.3 et de la Politique 5.3. En vertu des modifications :

- un participant est tenu d'accorder la priorité à un ordre client par rapport à un ordre propre ou à un ordre client uniquement si l'ordre client est reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client et si l'ordre client est doté du même ou d'un « meilleur » cours et est assujéti aux mêmes conditions et aux mêmes modalités de règlement que l'ordre propre ou l'ordre non-client;
- les dispositions précisent qu'une transaction autorisée en vertu de la règle sur la priorité accordée aux clients est néanmoins assujéti aux restrictions éventuelles imposées par la Règle 4.1 traitant des transactions en avance sur le marché;
- un ordre propre ou un ordre non-client est dispensé de l'exigence relative à la priorité aux clients si l'ordre propre ou l'ordre non-client est :
 - o soit automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un système de cotation et de déclaration d'opérations aux termes des obligations de tenue du marché,
 - o soit un ordre de base;
- un client est réputé avoir consenti à ce que l'ordre principal ou l'ordre non-client se négocie par priorité au sien si le client a donné des directives comme quoi son ordre doit être exécuté en partie à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant divers cours durant le jour de bourse;
- un client peut donner un « consentement conditionnel » à ce que l'ordre propre ou l'ordre non-client se négocie par priorité au sien, lequel consentement exigerait que le participant « abandonne » la totalité ou une partie de l'exécution de l'ordre client si la condition du client n'est pas respectée;

- si le titre se négocie sur plus d'un marché, le participant ne serait pas en mesure de se fier à une répartition effectuée par le système de négociation d'un marché sauf si :
 - o soit l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume,
 - o soit l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, a été saisi sur le même marché;
- un ordre propre ou un ordre non-client pourrait se négocier par priorité à un ordre client si un responsable de l'intégrité du marché exige ou autorise la transaction.

Résumé des modifications

Le texte qui suit résume les dispositions des modifications apportées à la Règle 5.3 et à la Politique 5.3 :

Mêmes conditions et mêmes modalités de règlement

La Règle 5.3 prévoyait auparavant qu'un participant devait accorder la priorité à ses ordres clients :

- visant le même titre;
- moyennant le même ou un meilleur cours;
- dans le même sens du marché.

Les modifications ont transformé ces exigences de sorte que la priorité ne serait accordée que si l'ordre client était assorti des mêmes conditions et des mêmes modalités de règlement que l'ordre propre ou l'ordre non-client. Les modifications reconnaissent que, sauf si les conditions et les modalités de règlement sont les mêmes, l'ordre propre ou l'ordre non-client n'a pas en réalité subtilisé une possibilité de négociation au client.

Afin de prévenir les abus, la Politique énonce expressément qu'il est inacceptable qu'un participant fasse ce qui suit :

- ajouter des modalités ou des conditions à un ordre client (autrement que suivant les directives du client) de sorte à ce que l'ordre client se classe après les ordres propres ou les ordres non-clients moyennant ce cours;
- assortir un ordre propre ou un ordre client de modalités et conditions en vue de distinguer l'ordre propre ou l'ordre non-client d'un ordre client qui aurait par ailleurs la priorité moyennant ce cours.

Ordres anonymes

Un participant n'est pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client qui a été saisi directement par le client du participant sur un marché qui n'exige pas la divulgation de l'identificateur du participant dans un affichage consolidé du marché et si la personne qui saisit l'ordre propre ou l'ordre non-client n'a aucune connaissance du fait que l'ordre « anonyme » provient d'un client du participant jusqu'au moment de l'exécution de l'ordre client.

Au moment de la mise en œuvre du « choix d'attribution » à la TSX en mars 2002, une application intentionnelle assortie d'un ordre non attribué tant du côté achat que du côté vente était soustraite à la priorité des ordres inscrits au registre d'ordres. Dans la mesure où un ordre propre ou un ordre non-client peut être saisi sans la divulgation de l'identificateur pertinent du participant, il est possible qu'un compte propre ou qu'un compte non-client obtienne l'exécution par priorité à un ordre client saisi antérieurement lorsque l'identificateur du participant a été divulgué au moment de la saisie de l'ordre client. En vertu de la règle antérieure sur la priorité aux clients, le participant n'aurait pas nécessairement été tenu de répartir de nouveau à l'ordre client antérieurement saisi toute exécution obtenue par l'ordre propre ou l'ordre non-client « non attribué » puisque la répartition avait été effectuée par un système de négociation d'un marché. Toutefois, SRM a adopté la position, telle qu'énoncée dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2003-024 daté du 31 octobre 2003, qu'un participant serait tenu d'accorder la priorité à tout ordre client « divulgué ». Avec l'adoption des modifications, cette position a été intégrée directement dans les Politiques et un participant a l'obligation d'accorder la priorité à tout ordre client antérieur assorti des mêmes modalités.

Dispenses à l'égard de transactions aux termes des obligations du teneur de marché

Auparavant, l'exigence imposant l'obligation d'accorder la priorité à un ordre client a été interprétée comme non applicable dans l'éventualité où l'ordre propre ou l'ordre non-client avait été produit automatiquement par le système de négociation d'un marché en vue de respecter les obligations du teneur de marché imposées par ce marché au participant ou à un employé du participant conformément aux règles du marché applicables. Dans le cadre de l'exécution de ces transactions, le teneur de marché ne tente pas de contourner les ordres clients mais de respecter les obligations qui lui incombent en qualité de teneur de marché. Les modifications intègrent cette interprétation au libellé de la règle.

Dispenses à l'égard d'un « ordre de base »

Avec prise d'effet le 8 avril 2005, les RUIM ont été modifiées afin de reconnaître l'existence d'un *ordre de base*. Un ordre de base est assujéti à un certain nombre de conditions, y compris le fait que le cours de la transaction résultante est établi d'une manière que l'autorité du marché juge acceptable en fonction du cours obtenu par l'exécution, lors de ce jour de bourse, d'une ou plusieurs opérations sur instruments dérivés cotés à une bourse reconnue ou inscrits à un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu. Selon ces circonstances, un participant qui exécute un ordre principal comme ordre de base ne tente pas de contourner les

ordres clients dotés du même ou d'un meilleur cours mais ne fait que réaliser une transaction moyennant un cours établi par les opérations sur instruments dérivés. Les modifications à la règle sur la priorité aux clients prévoient une dispense à l'égard d'un ordre propre ou d'un ordre non-client saisi comme ordre de base.

Faculté de se fier à la répartition du système de négociation

Auparavant, la Règle 5.3 permettait à un participant de se fier aux répartitions aux fins de négociation effectuées par un système de négociation d'un marché pourvu que les conditions suivantes aient été réunies :

- l'ordre client était saisi sur un marché immédiatement dès sa réception;
- l'ordre client n'était pas modifié sauf suivant les directives du client;
- le participant disposait d'un système raisonnable de politiques et procédures internes en vue de prévenir l'utilisation à mauvais escient de renseignements au sujet d'ordres clients.

Cette disposition était fondée sur une exigence antérieure de la TSX qui avait adopté la « priorité temporelle » comme fondement des répartitions des transactions. Toutefois, s'il existe plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres et si chaque marché possède des algorithmes de répartition distincts, les intérêts d'un client pourraient être touchés, intentionnellement ou non, en fonction du marché sur lequel soit l'ordre client, d'une part, soit l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, est saisi.

Avec l'adoption des modifications, un participant ne sera en mesure de se fier à la dispense relative au système de négociation que si l'une des conditions suivantes est respectée :

- le titre qui fait l'objet des ordres se négocie sur un marché unique;
- l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume;
- l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, a été saisi sur le même marché.

La dispense visant l'ordre au cours du marché, l'ordre au premier cours, l'ordre au dernier cours ou l'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume reconnaît que le cours selon lequel ces ordres s'exécutera n'est généralement pas connu au moment de la saisie de l'ordre. Pourvu que l'ordre client ait été saisi dès sa réception et n'ait pas été modifié sans le consentement du client, toute répartition effectuée par le système de négociation du marché à l'égard de ces « ordres spéciaux » ne constitue pas une tentative de contournement des ordres clients. De façon semblable, si l'ordre client a été saisi dès sa réception et n'a pas été modifiée sans le consentement du client, toute répartition effectuée par le système de négociation du marché entre un ordre client et un ordre propre ou un ordre non-client ne constitue pas une tentative de contournement des ordres clients.

Consentement du client

Consentement particulier

Un participant n'est pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client si le client consent expressément à ce que le participant effectue des transactions en avance sur l'ordre client ou en même temps que celui-ci. Le consentement du client doit être propre à l'ordre déterminé et les détails de l'entente intervenue avec le client doivent être précisés sur la fiche d'ordre. Un client ne peut donner un consentement global autorisant le participant à négocier en avance sur des ordres futurs que le client peut donner au participant, ou en même temps que ceux-ci.

Si l'ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée moyennant un cours inférieur au meilleur cours vendeur ou supérieur au meilleur cours acheteur tel qu'indiqué sur un affichage consolidé du marché, le participant sera tenu de s'assurer que des ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un marché sont comblés avant l'exécution de l'ordre client. Avant d'exécuter l'ordre client, le participant doit s'assurer que le client a connaissance des ordres dotés d'un meilleur cours et qu'il a consenti à ce que le participant les exécute par priorité à l'ordre client. Le consentement du client doit être indiqué sur la fiche d'ordre.

Consentement réputé

Aux termes des modifications, un client est réputé avoir consenti à ce que l'ordre propre ou l'ordre non-client se négocie par priorité au sien si le client a donné des directives comme quoi son ordre doit être exécuté en partie à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours différents durant le jour de bourse. Sauf si le client a donné des directives permanentes par écrit comme quoi tous les ordres doivent être exécutés à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours différents durant le jour de bourse, les directives du client devraient être traitées comme se rapportant expressément à un ordre déterminé et les détails des directives du client doivent être indiqués sur la fiche d'ordre. Cette modification intègre l'interprétation administrative existante fournie par SRM à l'égard du consentement du client.

Consentement conditionnel

Aux termes des modifications aux Politiques, un client peut accorder un « consentement conditionnel » à ce que l'ordre propre ou l'ordre non-client se négocie par priorité au sien, ce qui exigerait que le participant « abandonne » la totalité ou une partie de l'exécution de ces ordres à l'ordre client si la condition du client n'est pas respectée. Par exemple, un client peut consentir à ce qu'un ordre propre d'un participant partage l'exécution avec l'ordre client, à la condition que l'ordre client soit pleinement exécuté avant la fin du jour de bourse. Si l'ordre client n'est pas intégralement exécuté, le client peut s'attendre à ce que le participant « abandonne » l'exécution de ses ordres dans la mesure nécessaire afin de combler l'ordre client. Dans un tel cas, le participant devrait désigner ses ordres comme « ordres propres » tout au long de la journée. Toute partie de l'exécution qui est abandonnée en faveur du client ne devrait pas faire l'objet d'une application nouvelle sur un marché mais devrait simplement faire l'objet d'une

écriture de journal en faveur du client (puisque la condition du consentement n'a pas été respectée, les exécutions en question pourraient être perçues comme appartenant à juste titre au client plutôt qu'à l'ordre propre). Dans la mesure où un participant « abandonne » une partie de l'exécution d'un ordre propre en faveur d'un client en fonction du consentement conditionnel, le participant doit déclarer les détails de l'« abandon » à l'autorité de contrôle du marché au plus tard à l'ouverture des négociations sur les marchés le prochain jour de bourse.

Le consentement conditionnel du client doit être propre à l'ordre déterminé. Les détails de l'entente avec le client doivent être précisés sur la fiche d'ordre.

Application de la règle sur les transactions en avance sur le marché

Les modifications précisent qu'une transaction qui est autorisée par la Règle 5.3 visant la priorité accordée aux clients serait néanmoins assujettie à toute restriction imposée par la Règle 4.1 se rapportant aux transactions en avance sur le marché. En particulier, si un participant a connaissance d'un ordre client qui n'a pas été saisi sur un marché qui, au moment de sa saisie sur un marché, pourrait raisonnablement être susceptible d'avoir une incidence sur le cours du titre, il est interdit au participant de faire ce qui suit :

- saisir un ordre propre ou un ordre non-client à l'égard de ce titre ou d'un titre relié;
- solliciter un ordre auprès d'une autre personne en vue de l'achat ou de la vente de ce titre ou d'un titre relié;
- porter l'ordre client à l'attention de toute autre personne, autrement que dans le cours nécessaire des affaires.

Si la partie d'un ordre client qui n'a pas été saisie sur un marché pourrait « raisonnablement être susceptible d'avoir une incidence sur le cours du titre », la règle sur les transactions en avance sur le marché interdirait la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client même si le client a donné son consentement à ce que le participant effectue des transactions en avance sur l'ordre client ou en même temps que celui-ci, aux fins de la règle sur la priorité aux clients. Un participant doit établir la mesure dans laquelle un ordre client, y compris un ordre à cours limité, qui doit être saisi en partie à divers moments au cours du jour de bourse (p. ex. un ordre *valable jour*) ou à divers cours tout au long de la journée (p. ex. afin de calquer, dans la mesure du possible un prix moyen pondéré en fonction du volume) serait, au moment de sa saisie sur un marché, raisonnablement susceptible d'avoir une incidence sur le cours du titre. Si le client a donné un consentement spécifique, un consentement réputé ou un consentement conditionnel à ce que le participant effectue des transactions en avance sur l'ordre client ou en même temps que celui-ci, lequel ordre serait raisonnablement susceptible d'avoir une incidence sur le cours du titre, un participant aurait le droit de se fier aux dispenses de la règle sur les transactions en avance sur le marché qui permettent la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client dans l'un des cas suivants :

- aucun administrateur, dirigeant, associé, employé ou mandataire du participant qui a pris la décision de saisir un ordre propre ou un ordre non-client ou de solliciter un ordre, ou qui a participé à cette décision, n'avait réellement connaissance de l'existence de l'ordre client;

- un ordre est saisi ou une transaction est effectuée pour le compte du client pour lequel l'ordre doit être fait;
- un ordre est sollicité pour faciliter la transaction visée par l'ordre client;
- un ordre propre est saisi pour couvrir une position que le participant avait prise en charge ou qu'il avait convenu de prendre en charge avant d'avoir réellement connaissance de l'existence de l'ordre client à la condition que la couverture soit :
 - o d'une part, proportionnelle au risque que court le participant,
 - o d'autre part, effectuée conformément aux pratiques habituelles du participant lorsqu'il prend ou convient de prendre en charge une position sur un titre;
- le participant effectue un ordre propre pour s'acquitter d'une obligation ayant force obligatoire qu'il a contractée avant d'avoir réellement connaissance de l'existence de l'ordre client;
- l'ordre est saisi pour un compte d'arbitrage.

Résumé des modifications par rapport à la proposition

En fonction des commentaires reçus en réponse à l'Avis de consultation que contenait l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-017 et en fonction de commentaires reçus de la part des autorités de reconnaissance, SRM a apporté un certain nombre de modifications à la proposition. Le libellé des modifications est énoncé à l'Annexe « A » et les révisions apportées à la proposition sont mises en évidence à l'Annexe « B ». Le texte qui suit résume les modifications importantes apportées à la proposition au moment de l'adoption des modifications :

Mêmes modalités et conditions

Aux termes de la proposition, un participant serait tenu d'accorder la priorité au client à l'égard d'un ordre client antérieur qui était assorti des mêmes « modalités et conditions ». Afin de préciser la portée de cette disposition, des changements ont été apportés aux modifications afin de renvoyer expressément à un *ordre assorti de conditions particulières*. Aux termes de la Règle 1.1 des RUIM, un *ordre assorti de conditions particulières* s'entend d'un ordre d'achat ou de vente d'un titre, selon le cas :

- visant moins qu'une unité de négociation standard;
- dont l'exécution est assujettie à une condition autre que quant au prix ou à la date de règlement;
- qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre:
 - o que le troisième jour ouvrable suivant la date de la transaction,

- o qu'une date de règlement prévue dans une règle ou une directive particulière dont il est question à l'alinéa (2) du paragraphe 6.1 des Règles publiée par une bourse ou un SCDO.

Si soit l'ordre client, d'une part, soit l'ordre propre ou l'ordre non-client d'autre part, constitue un ordre assorti de conditions particulières, un participant ne serait tenu d'accorder la priorité à l'ordre client que si l'ordre client aurait été exécuté dans le cadre de la transaction ou d'une série de transactions faisant intervenir l'ordre propre ou l'ordre non-client. De l'avis de SRM, cette modification constitue uniquement une précision et ne modifie pas la substance de la proposition.

Répartition du système de négociation

Les modifications ont élargi les circonstances selon lesquelles un participant peut se fier à une répartition effectuée par le système de négociation d'un marché afin de respecter les exigences de la règle sur la priorité accordée aux clients. En vertu des modifications, si l'ordre client a été saisi dès sa réception par le participant et n'a pas été modifié sans le consentement du client, toute répartition effectuée par le système de négociation du marché entre un ordre client, d'une part, et un ordre propre ou un ordre non-client, d'autre part, saisi sur le même marché ne constitue pas une tentative de contourner les ordres clients et le participant peut se fier à la répartition effectuée par le système de négociation du marché.

Annexes

- L'annexe « A » énonce le libellé des modifications;
- L'annexe « B » renferme un résumé des commentaires reçus par SRM à l'égard de la proposition ainsi que la réponse de SRM à chacun des commentaires. L'annexe « B » met également en évidence les modifications apportées à la proposition qui ont été intégrées au moment de l'approbation des modifications.

Questions / renseignements supplémentaires

Pour obtenir de plus amples renseignements ou pour formuler des questions concernant le présent Avis, veuillez communiquer avec la personne suivante :

M^e James E. Twiss,
Avocat principal en matière de politique,
Bureau de la politique relative au marché et du Contentieux,
Services de réglementation du marché inc.,
Bureau 900,
145, rue King Ouest,
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Téléphone : (416) 646-7277
Télécopieur : (416) 646-7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

ROSEMARY CHAN,
VICE-PRÉSIDENTE, BUREAU DE LA POLITIQUE RELATIVE AU MARCHÉ ET DU
CONTENTIEUX

Annexe « A »

Modifications se rapportant à la priorité aux clients

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées par l'abrogation de la règle 5.3 et son remplacement par la disposition suivante :

5.3 Priorité aux clients

- (1) Un participant privilégie un de ses ordres clients par priorité à tous ses ordres propres et ordres non-clients saisis sur un marché ou sur un marché organisé réglementé après la réception de l'ordre client visant le même titre et qui réunit les conditions suivantes :
 - a) il est doté du même cours ou d'un cours supérieur, s'il s'agit d'un ordre d'achat, ou du même cours ou d'un cours inférieur, s'il s'agit d'un ordre de vente;
 - b) il est dans le même sens du marché.
- (2) Malgré l'alinéa (1) mais sous réserve de la règle 4.1, un participant n'est pas tenu de privilégier un ordre client si l'une des conditions suivantes est respectée :
 - a) le client a consenti spécifiquement à ce que le participant saisisse des ordres propres et des ordres non-clients visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes modalités de règlement;
 - b) l'ordre client n'a pas été saisi sur un marché en conséquence de l'un des événements suivants :
 - (i) des directives précises de la part du client au participant lui demandant de traiter autrement l'ordre donné,
 - (ii) l'octroi spécifique par le client d'un pouvoir discrétionnaire au participant en ce qui a trait à la saisie de l'ordre,
 - (iii) la décision par le participant, prise conformément au sous-alinéa 6.3(1)e) des présentes règles, en fonction de conditions existantes du marché, comme quoi la saisie de l'ordre ne serait pas dans l'intérêt du client,

et aucun administrateur, dirigeant, associé, employé ou mandataire du participant qui saisit un ordre propre ou un ordre non-client visant le même titre, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement n'a connaissance du fait que l'ordre client n'a pas été saisi sur un marché;

- c) l'ordre propre ou l'ordre non-client est :
 - (i) soit automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux règles du marché dans le cadre des obligations du teneur du marché qui s'appliquent,
 - (ii) soit un ordre de base;
- d) l'ordre client a été saisi directement par le client du participant sur un marché qui n'exige pas la divulgation de l'identificateur du participant dans un affichage consolidé du marché et l'administrateur, le dirigeant, l'associé, l'employé ou le mandataire du participant qui saisit un ordre propre ou un ordre non-client n'a pas connaissance du fait que l'ordre client provient d'un client du participant avant le moment de l'exécution de celui-ci;
- e) l'ordre propre ou l'ordre non-client est exécuté en vertu d'une attribution effectuée par le système de négociation d'un marché et les conditions suivantes sont respectées :
 - (i) soit :
 - A) le titre qui fait l'objet de l'ordre ne se négocie sur aucun marché autre que le marché en cause, soit
 - B) l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, ou encore
 - C) l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, ont chacun été saisis sur le même marché;
 - (ii) l'ordre client a été saisi par le participant sur ce marché immédiatement dès sa réception par le participant,
 - (iii) si l'ordre client a été modifié par le participant à tout moment après la saisie, la modification a eu lieu suivant les directives précises du client;
- f) soit l'ordre client, d'une part, soit l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, constitue un ordre assorti de conditions particulières et

l'ordre client n'aurait pas été exécuté dans le cadre de l'opération ou des opérations faisant intervenir l'ordre propre ou l'ordre non-client en raison des modalités et conditions d'au moins un ordre assorti de conditions particulières;

- g) un responsable de l'intégrité du marché exige que l'ordre propre ou l'ordre non-client soit exécuté par priorité à un ordre client, ou autorise l'ordre propre ou l'ordre non-client à être ainsi exécuté.
- (3) Aux fins du sous-alinéa (2)a), un client est réputé avoir consenti à ce que le participant saisisse des ordres propres et des ordres non-clients visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement si l'ordre client, conformément aux directives précises du client, doit être exécuté en partie à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours variés pendant le jour de bourse.

Les Politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées par l'abrogation de la Politique 5.3 et son remplacement par la Politique suivante :

POLITIQUE 5.3 – PRIORITÉS AUX CLIENTS

Article 1 – Contexte

Le paragraphe 5.3 des Règles interdit à un participant et à ses employés de faire des transactions sur les mêmes titres que le client du participant. L'interdiction est conçue afin de réduire au minimum les conflits d'intérêts qui se produisent lorsqu'un participant ou son employé fait concurrence aux clients de la maison de courtage en vue de l'exécution d'ordres. La règle vise les deux activités suivantes :

- le fait d'exécuter une transaction avant de saisir un ordre client, ce qui revient à prendre une offre d'achat ou de vente que le client aurait pu obtenir si l'ordre client avait été saisi en premier. Dans le cas de transactions en avance sur le marché, l'ordre de professionnel obtient un meilleur cours au détriment de l'ordre client.
- le fait d'exécuter une transaction en même temps qu'un client ou de faire concurrence pour l'exécution d'ordres au même cours.

L'application de la règle peut se révéler fort complexe étant donné la diversité des transactions professionnelles dans bien des maisons de courtage, ces transactions pouvant comprendre des activités comme la facilitation visant les blocs de titres, la tenue de marché, les opérations sur instruments dérivés et les opérations d'arbitrage. En outre, les maisons de courtage peuvent retenir des ordres clients particuliers afin d'obtenir pour le client l'exécution à un meilleur cours que celui qu'il aurait obtenu si l'ordre avait été saisi directement sur un marché. Chaque maison de courtage doit

analyser ses propres activités, cerner les secteurs à risque et adopter des procédures de conformité adaptées à sa situation propre.

Un participant a des responsabilités prioritaires relatives à son mandat envers ses clients et ne peut invoquer qu'il s'est conformé techniquement à la règle pour établir qu'il a respecté les obligations auxquelles il est tenu s'il n'a pas par ailleurs agi raisonnablement et avec diligence pour obtenir l'exécution au meilleurs cours de ses ordres clients.

Article 2 – Interdiction de procéder à des transactions intentionnellement en avance sur le marché

Le paragraphe 5.3 des Règles prévoit qu'un participant doit donner la priorité d'exécution aux ordres clients par rapport à tous les ordres propres et ordres non-clients du participant qui sont saisis sur un marché ou sur un marché organisé réglementé après la réception de l'ordre client visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement. La règle fait exception dans certains cas nécessaires en vue d'assurer l'efficacité générale du traitement des ordres.

En particulier, des exceptions à la règle de priorité aux clients sont prévues si :

- l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client est automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux obligations du teneur de marché de ce marché;
- l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client est un ordre de base;
- un responsable de l'intégrité du marché exige que l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client soit exécuté par priorité à l'ordre client, ou l'autorise à être ainsi exécuté.

Un ordre propre qui est automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux règles de ce marché relatives aux activités de tenue du marché ne constitue pas une tentative délibérée de la part d'un participant de procéder à des transactions en avance sur le marché ou à des transactions en même temps qu'un ordre client. Une dispense de la règle sur la priorité aux clients est, par conséquent, prévue afin d'assurer la liquidité globale du marché conformément aux obligations du teneur de marché établies.

Un ordre de base est réalisé moyennant un cours établi par les cours obtenus dans des transactions connexes effectuées sur les marchés des instruments dérivés. En soi, l'exécution d'un ordre de base ne constitue pas une tentative délibérée de la part d'un participant de procéder à des transactions en avance sur le marché ou à des transactions en même temps qu'un ordre client.

Une exception à la règle sur la priorité aux clients est également prévue lorsque le système de négociation d'un marché attribue l'exécution à un ordre propre ou à un ordre non-client. Afin de pouvoir se fier à cette exception, les trois conditions suivantes doivent être respectées :

- soit :
 - o le titre ne se négocie pas sur un marché autre que celui sur lequel sont saisis, d'une part, l'ordre client et, d'autre part, l'ordre propre ou l'ordre non-client, soit
 - o l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, ou encore
 - o l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, ont chacun été saisis sur le même marché;
- l'ordre client a été saisi immédiatement dès la réception par le participant;
- après la saisie, l'ordre client n'est pas modifié sauf suivant les directives précises du client.

L'exception prévue à l'égard d'un ordre propre ou d'un ordre non-client qui constitue un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume est une constatation du fait que le cours selon lequel un tel ordre peut être exécuté n'est généralement pas connu au moment de la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client sur un marché. Pourvu que l'ordre client ait été saisi dès la réception et n'ait pas été modifié sans le consentement du client, toute attribution par le système de négociation du marché pour ce genre déterminé d'ordres ne constitue pas une tentative de contourner les ordres clients.

Un participant ne peut jamais, sans le consentement spécifique du client, réaliser intentionnellement une transaction en avance sur un ordre client au mieux ou un ordre à cours limité négociable reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client. La liste suivante énumère des exemples non exhaustifs de *transactions intentionnelles* :

- le retrait de la saisie d'un ordre client sur un marché (ou le retrait d'un ordre déjà saisi sur un marché) pour permettre la saisie avant l'ordre client d'un ordre propre ou d'un ordre non-client concurrent;
- la saisie d'un ordre client sur un marché relativement non liquide et la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client sur un marché plus liquide où l'ordre propre ou l'ordre non-client risque d'être exécuté plus rapidement;

- l'ajout de modalités ou conditions à un ordre client (sauf suivant les directives du client) de façon à ce que l'ordre client se classe derrière des ordres propres ou des ordres non-clients moyennant ce cours;
- le fait d'assortir un ordre propre ou un ordre non-client de modalités ou conditions dans le but de le différencier d'un ordre client qui aurait par ailleurs priorité moyennant ce cours;
- le fait de saisir un ordre propre ou un ordre non-client comme *ordre anonyme* (sans l'identificateur du participant), ce qui donne lieu à une exécution par priorité à un ordre client antérieurement saisi lorsque l'identificateur du participant a été divulgué au moment de la saisie de l'ordre client.

Article 3 – Aucune connaissance de l'ordre client

Le paragraphe 5.3 des Règles compte également quatre exceptions à la règle sur la priorité aux clients selon laquelle l'administrateur, le dirigeant, l'associé, l'employé ou le mandataire du participant qui saisit l'ordre propre ou l'ordre non-client ne doit pas savoir que l'ordre client n'a pas été saisi. Ces exceptions sont les suivantes :

- le client donne des directives précises au participant de retirer la saisie de l'ordre;
- le client laisse expressément la saisie de l'ordre à l'appréciation du participant;
- le participant retient la saisie de l'ordre client conformément au paragraphe 6.3 des Règles dans le but véritable d'obtenir l'exécution au meilleur cours pour le client;
- le client saisit l'ordre directement sur un marché qui n'exige pas la divulgation de l'identificateur du participant dans un affichage consolidé du marché.

Dans ces circonstances, le participant doit avoir des procédures raisonnables en place pour que les renseignements concernant les ordres clients ne soient pas utilisés à mauvais escient au sein de la maison de courtage. Ces procédures varient d'une maison de courtage à l'autre et aucune d'elles ne peut convenir à toutes les maisons de courtage. Si une maison de courtage n'a pas de procédures raisonnables en place, elle ne peut se prévaloir des exceptions. Il est recommandé de se reporter à la Politique 7.1 – Politique concernant les obligations de supervision de la négociation, et, en particulier, l'article 4 – Procédures précises concernant la priorité aux clients et l'exécution au meilleur cours.

Si un client a donné des directives à un participant de retenir un ordre ou lui a accordé un pouvoir discrétionnaire à l'égard de la saisie d'un ordre, les détails de la directive ou de l'octroi du pouvoir discrétionnaire doivent être conservés pendant une durée de sept ans à compter de la date des directives ou de l'octroi du pouvoir discrétionnaire et,

pendant les deux premières années, le consentement doit être conservé en un lieu facile d'accès.

Article 4 – Consentement du client

Un participant n'est pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client si le client consent expressément à ce que le participant réalise une transaction avant lui ou en même temps. Le consentement du client doit se rapporter spécifiquement à un ordre déterminé et les détails de l'entente intervenue avec le client doivent être inscrits sur la fiche d'ordre. Un client ne peut donner de consentement global permettant au participant d'exécuter une transaction avant tous ordres futurs que le client peut lui transmettre, ou en même temps que ceux-ci.

Si l'ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée moyennant un cours inférieur au meilleur cours vendeur ou supérieur au meilleur cours acheteur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un marché sont comblés avant l'exécution de l'ordre client. Avant d'exécuter l'ordre client, le participant doit s'assurer que le client a connaissance des ordres dotés d'un meilleur cours et a consenti à ce que le participant les exécute par priorité à l'ordre client. Le consentement du client doit être consigné sur la fiche d'ordre.

Si le client a donné au participant un ordre qui doit être exécuté à divers moments au cours d'un jour de bourse (p. ex., un ordre *valable jour*) ou à des cours variés (p. ex., à des cours variés pour se rapprocher d'un prix moyen pondéré en fonction du volume), il est réputé avoir consenti à la saisie des ordres propres et des ordres non-clients qui peuvent se négocier avant le solde de l'ordre client. Sauf si le client a donné des directives permanentes par écrit comme quoi tous les ordres doivent être exécutés à divers moments au cours du jour de bourse ou à des cours variés pendant le jour de bourse, les directives du client devraient être traitées comme se rapportant expressément à un ordre déterminé et les détails des directives de la part du client doivent être consignés sur la fiche d'ordre. Toutefois, si, selon toute attente raisonnable, la partie non saisie de l'ordre client serait susceptible d'avoir une incidence sur le cours du titre, il peut être interdit au participant de saisir des ordres propres ou des ordres non-clients en raison de l'application de la règle sur les transactions en avance sur le marché.

Dans certains cas, un client peut donner un consentement conditionnel à ce que le participant réalise des transactions en avance d'un ordre client ou en même temps que celui-ci. Par exemple, un client peut consentir à ce qu'un ordre propre d'un participant partage l'exécution avec l'ordre client à la condition que l'ordre client soit intégralement exécuté d'ici la fin du jour de bourse. Si l'ordre client n'est pas intégralement exécuté, le client peut s'attendre à ce que le participant « abandonne » son exécution dans la mesure nécessaire afin de combler l'ordre client. Dans ce cas, le participant devrait désigner ces ordres comme des ordres « propres » tout au long de la journée. Toute partie de l'exécution qui est abandonnée en faveur du client ne devrait pas faire l'objet

d'une application nouvelle sur un marché mais devrait simplement faire l'objet d'une écriture de journal en faveur du client (puisque la condition du consentement n'a pas été respectée, les exécutions en cause pourraient être perçues comme appartenant, en bonne et due forme, à l'ordre client plutôt qu'à l'ordre propre). Dans la mesure où un participant « abandonne » une partie de l'exécution d'un ordre propre en faveur d'un client sur la foi du consentement conditionnel, le participant doit déclarer les détails de l'« abandon » à l'autorité de contrôle du marché au plus tard à l'ouverture des négociations sur les marchés le jour de bourse suivant. Le consentement conditionnel du client doit se rapporter expressément à l'ordre déterminé. Les détails de l'entente intervenue avec le client doivent être consignés sur la fiche d'ordre.

Annexe « B »

Commentaires reçus à l'égard des modifications proposées concernant la priorité aux clients

Le 10 juin 2005, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-017 sollicitant des commentaires sur des modifications proposées aux RUIIM concernant la priorité aux clients (la « proposition »). En réponse à cet Avis relatif à l'intégrité du marché, SRM a reçu des commentaires de la part des personnes suivantes :

BMO Nesbitt Burns Inc. (« BMO »)
Scotia Capitaux Inc. (« Scotia »)
Shorcan Brokers Limited (« Shorcan »)
Valeurs mobilières TD Inc. (« TD »)

Le tableau qui suit présente un résumé des commentaires reçus ainsi que la réponse de SRM en conséquence. La colonne 1 du tableau indique également les révisions apportées à la proposition telle que publiée le 10 juin 2005 qui ont été faites dans les modifications telles qu'approuvées.

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
5.3 Priorité aux clients (1) Un participant privilégie un de ses ordres clients par priorité à tous ses ordres propres et ordres non-clients saisis sur un marché ou sur un marché organisé réglementé après la réception de l'ordre client visant le même titre et qui réunit les conditions suivantes : a) il est doté du même cours ou d'un cours supérieur, s'il s'agit d'un ordre d'achat, ou <u>du même cours ou</u> d'un cours inférieur, s'il s'agit d'un ordre de vente; b) il est dans le même sens du marché; e) il est offert selon les mêmes conditions et modalités de règlement.	BMO – Le problème ne relève pas véritablement d'un mésappariement des algorithmes de répartition mais plutôt de la manière dont un participant est en mesure de garantir la priorité temporelle à un ordre client. Elle estime que la Norme canadienne 23-101 devrait être modifiée afin d'exiger une connexion électronique entre les marchés en vue de respecter la priorité aux clients et l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.	La Norme canadienne 21-101 a été modifiée afin de supprimer l'exigence que les marchés soient raccordés à chaque autre marché négociant le même titre. En tant que tel, la modification proposée est en réaction en partie à cette modification de la structure des marchés.
	Scotia – Croit qu'il devrait exister une interconnexion électronique entre les marchés et un seul algorithme de répartition ou un algorithme compatible. Une interconnexion entre les marchés déchargerait les participants de l'obligation de surveiller les ordres sur plusieurs marchés et permettrait de fournir une piste de vérification plus limpide, une plus grande constance et efficacité dans l'exécution et faciliterait l'introduction du système TREATS.	Se reporter à la réponse au commentaire de BMO ci-dessus.
	TD – Préoccupée du fait que la proposition pourrait exiger des participants qu'ils bâtissent des systèmes de gestion des ordres centralisés et évolués assortis de connexions à d'autres marchés.	La modification n'exigera pas des connexions à tous les marchés. Plutôt, c'est la faculté du participant d'établir une connexion à plusieurs marchés qui donne lieu au besoin qu'un participant s'acquitte de l'obligation fiduciaire qui lui incombe

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
		envers son client en procurant la priorité aux ordres clients. SRM se propose d'élargir la faculté d'un participant de se fier à une répartition de marché aux circonstances où tant l'ordre client que l'ordre propre ou non-client ont été saisis sur le même marché (et l'ordre client a été saisi immédiatement dès sa réception par le participant).
(2) Malgré l'alinéa (1) mais sous réserve de la règle 4.1, un participant n'est pas tenu de privilégier un ordre client si l'une des conditions suivantes est respectée : a) le client a consenti spécifiquement à ce que le participant saisisse des ordres propres et des ordres non-clients visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes modalités de règlement; b) l'ordre client n'a pas été saisi sur un marché en conséquence de l'un des événements suivants : (i) des directives précises de la part du client au participant lui demandant de traiter autrement l'ordre donné, (ii) l'octroi spécifique par le client d'un pouvoir discrétionnaire au participant en ce qui a trait à la saisie de l'ordre, (iii) la décision par le participant, prise conformément au sous-alinéa 6.3(1)e) des présentes règles, en fonction de conditions existantes du marché, comme quoi la saisie de l'ordre ne serait pas dans l'intérêt du client, et aucun administrateur, dirigeant, associé, employé ou mandataire du participant qui saisit un ordre propre ou un ordre non-client visant le même titre, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement n'a connaissance du fait que l'ordre client n'a pas été saisi sur un marché;	BMO – Croit qu'une dispense devrait être prévue lorsque l'ordre propre est un « ordre lié » ou un « ordre multiple » puisque le participant ne tente pas de contourner l'ordre client.	La modification proposait initialement que la priorité soit accordée aux ordres clients « selon les mêmes conditions et modalités de règlement ». Afin de préciser la portée de cette phrase, SRM se propose de remplacer le libellé de l'alinéa (1) par une nouvelle dispense en vertu de l'alinéa (2) se rapportant aux « ordres assortis de conditions particulières ». De l'avis de SRM, cette disposition permettrait à un participant d'exécuter un « ordre lié » ou un « ordre multiple » sans répartition de nouveau à un ordre client sauf si l'ordre client est doté des mêmes conditions ou visait le même panier de titres (et chaque ordre composant le « panier » est conditionnel à l'exécution de l'ensemble des autres ordres au sein du panier). Néanmoins, il existe une disposition générale anti-évitement qui empêcherait un participant d'ajouter une condition ou un titre supplémentaire à un panier en vue d'éviter l'application de la règle sur la priorité aux clients.
	Scotia – Préoccupée du fait de l'application de la règle sur les transactions en avance sur le marché et estime qu'un participant qui négocie à juste titre simultanément à un ordre client avec le consentement du client ne devrait pas se voir interdire de le faire par réglementation.	La règle sur les transactions en avance sur le marché n'est pas fondée sur la quantification du préjudice subi par le client. Plutôt, la règle interdit à un participant de profiter de renseignements du client qui sont raisonnablement susceptibles d'avoir une incidence sur le cours d'un titre et qui ne sont pas disponibles à d'autres participants au marché.
	Shorcan – Estime que l'abrogation de la dispense quant au système de négociation existant a pour effet de réduire la concurrence entre les marchés qui négocient des titres de la TSX sans les inscrire. Elle estime que la modification n'est pas nécessaire puisque l'intérêt d'un client est déjà bien protégé aux termes des règles actuelles. SRM prend tout simplement pour hypothèse qu'il y aura des conséquences négatives pour le client sur des marchés qui disposent d'un algorithme de répartition de la négociation qui est différent de celui de la TSX.	La Règle 5.3 énonce la manière dont un participant peut s'acquitter des obligations fiduciaires qui lui incombent envers un client. L'Avis relatif à l'intégrité du marché indique qu'un participant se trouve en situation de conflit d'intérêts lorsqu'il est en mesure d'établir le marché sur lequel son ordre est saisi. L'exigence a une incidence neutre sur les marchés en ce sens que le participant sera tenu d'accorder la priorité aux ordres clients qui ont été reçus par lui avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client.
	TD – Préoccupée du fait que l'application de la règle sur les	Se reporter à la réponse au commentaire de Scotia ci-dessus.

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
c) l'ordre propre ou l'ordre non-client est : (i) soit automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux règles du marché dans le cadre des obligations du teneur du marché qui s'appliquent, (ii) soit un ordre de base; d) l'ordre client a été saisi directement par le client du participant sur un marché qui n'exige pas la divulgation de l'identificateur du participant dans un affichage consolidé du marché et l'administrateur, le dirigeant, l'associé, l'employé ou le mandataire du participant qui saisit un ordre propre ou un ordre non-client n'a pas connaissance du fait que l'ordre client provient d'un client du participant avant le moment de l'exécution de celui-ci;	transactions en avance sur le marché pourrait entraver la capacité de la maison de courtage de procurer de la liquidité aux clients à l'égard d'ordres importants. Elle estime qu'un client devrait toujours être en mesure de consentir à ce qu'un participant effectue des transactions en avance sur un ordre client, ou en même temps que celui-ci, particulièrement lorsque le participant a facilité une transaction avec le client.	La règle sur les transactions en avance sur le marché a toujours été interprétée afin de permettre à un participant de couvrir toute position qu'il a prise en exécutant, en sa qualité de contrepartiste, une partie de l'ordre client. Une telle négociation de la part du participant exige le consentement déterminé du client en vertu de la Règle 5.3. Ce qui ferait affront à la règle sur les transactions en avance sur le marché serait des opérations réalisées par un participant en ayant connaissance d'un ordre client non saisi qui aurait une incidence sur le marché en devançant un ordre client ou en étant réalisé simultanément (même avec le consentement du client) dans des circonstances où le participant n'a pas pris de position au profit du client ou entreprend des opérations qui dépassent cette position. SRM se proposerait de préciser l'interaction entre les règles sur la priorité au client et sur les transactions en avance sur le marché dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché publié à l'égard de l'approbation des modifications.
e) l'ordre propre ou l'ordre non-client est exécuté en vertu d'une attribution effectuée par le système de négociation d'un marché et les conditions suivantes sont respectées : (i) soit : A) le titre qui fait l'objet de l'ordre ne se négocie sur aucun marché autre que le marché en cause, soit B) l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, <u>ou encore</u> C) <u>l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre</u>		

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
<u>part, ont chacun été saisis sur le même marché;</u> (ii) l'ordre client a été saisi par le participant sur ce marché immédiatement dès sa réception par le participant, (iii) si l'ordre client a été modifié par le participant à tout moment après la saisie, la modification a eu lieu suivant les directives précises du client; <u>f) soit l'ordre client, d'une part, soit l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, constitue un ordre assorti de conditions particulières et l'ordre client n'aurait pas été exécuté dans le cadre de l'opération ou des opérations faisant intervenir l'ordre propre ou l'ordre non-client en raison des modalités et conditions d'au moins un ordre assorti de conditions particulières;</u> <u>g)</u> un responsable de l'intégrité du marché exige que l'ordre propre ou l'ordre non-client soit exécuté par priorité à un ordre client, ou autorise l'ordre propre ou l'ordre non-client à être ainsi exécuté.		
(3) Aux fins du sous-alinéa (2)a), un client est réputé avoir consenti à ce que le participant saisisse des ordres propres et des ordres non-clients visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement si l'ordre client, conformément aux directives précises du client, doit être exécuté en partie à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours variés pendant le jour de bourse.		

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
POLITIQUE 5.3 – PRIORITÉS AUX CLIENTS Article 1 – Contexte Le paragraphe 5.3 des Règles interdit à un participant et à ses employés de faire des transactions sur les mêmes titres que le client du participant. L'interdiction est conçue afin de réduire au minimum les conflits d'intérêts qui se produisent lorsqu'un participant ou son employé fait concurrence aux clients de la maison de courtage en vue de l'exécution d'ordres. La règle vise les deux activités suivantes : - le fait d'exécuter une transaction avant de saisir un ordre client, ce qui revient à prendre une offre d'achat ou de vente que le client aurait pu obtenir si l'ordre client avait été saisi en premier. Dans le cas de transactions en avance sur le marché, l'ordre de professionnel obtient un meilleur cours au détriment de l'ordre client. - le fait d'exécuter une transaction en même temps qu'un client ou de faire concurrence pour l'exécution d'ordres au même cours. L'application de la règle peut se révéler fort complexe étant donné la diversité des transactions professionnelles dans bien des maisons de courtage, ces transactions pouvant comprendre des activités comme la facilitation visant les blocs de titres, la tenue de marché, les opérations sur instruments dérivés et les opérations d'arbitrage. En outre, les maisons de courtage peuvent retenir des ordres clients particuliers afin d'obtenir pour le client l'exécution à un meilleur cours que celui qu'il aurait obtenu si l'ordre avait été saisi directement sur un marché. Chaque maison de courtage doit analyser ses propres activités, cerner les secteurs à risque et adopter des procédures de conformité adaptées à sa situation propre. Un participant a des responsabilités prioritaires relatives à son mandat envers ses clients et ne peut invoquer qu'il s'est conformé techniquement à la règle pour établir qu'il a respecté les obligations auxquelles il est tenu s'il n'a pas par ailleurs agi raisonnablement et avec diligence pour obtenir l'exécution au meilleurs cours de ses ordres clients.		

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
Article 2 – Interdiction de procéder à des transactions intentionnellement en avance sur le marché Le paragraphe 5.3 des Règles prévoit qu'un participant doit donner la priorité d'exécution aux ordres clients par rapport à tous les ordres propres et ordres non-clients du participant qui sont saisis sur un marché ou sur un marché organisé réglementé après la réception de l'ordre client visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement. La règle fait exception dans certains cas nécessaires en vue d'assurer l'efficacité générale du traitement des ordres. En particulier, des exceptions à la règle de priorité aux clients sont prévues si : • l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client est automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux obligations du teneur de marché de ce marché; • l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client est un ordre de base; • un responsable de l'intégrité du marché exige que l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client soit exécuté par priorité à l'ordre client, ou l'autorise à être ainsi exécuté. Un ordre propre qui est automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux règles de ce marché relatives aux activités de tenue du marché ne constitue pas une tentative délibérée de la part d'un participant de procéder à des transactions en avance sur le marché ou à des transactions en même temps qu'un ordre client. Une dispense de la règle sur la priorité aux clients est, par conséquent, prévue afin d'assurer la liquidité globale du marché conformément aux obligations du teneur de marché établies. Un ordre de base est réalisé moyennant un cours établi par les		

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
cours obtenus dans des transactions connexes effectuées sur les marchés des instruments dérivés. En soi, l'exécution d'un ordre de base ne constitue pas une tentative délibérée de la part d'un participant de procéder à des transactions en avance sur le marché ou à des transactions en même temps qu'un ordre client. Une exception à la règle sur la priorité aux clients est également prévue lorsque le système de négociation d'un marché attribue l'exécution à un ordre propre ou à un ordre non-client. Afin de pouvoir se fier à cette exception, les trois conditions suivantes doivent être respectées : • soit : - o le titre ne se négocie pas sur un marché autre que celui sur lequel sont saisis, d'une part, l'ordre client et, d'autre part, l'ordre propre ou l'ordre non-client, soit - o l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume; <u>ou encore</u> - o <u>l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, ont chacun été saisis sur le même marché;</u> • l'ordre client a été saisi immédiatement dès la réception par le participant; • après la saisie, l'ordre client n'est pas modifié sauf suivant les directives précises du client. L'exception prévue à l'égard d'un ordre propre ou d'un ordre non-client qui constitue un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume est une constatation du fait que le cours selon lequel un tel ordre peut être exécuté n'est		

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
généralement pas connu au moment de la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client sur un marché. Pourvu que l'ordre client ait été saisi dès la réception et n'ait pas été modifié sans le consentement du client, toute attribution par le système de négociation du marché pour ce genre déterminé d'ordres ne constitue pas une tentative de contourner les ordres clients. Un participant ne peut jamais, sans le consentement spécifique du client, réaliser intentionnellement une transaction en avance sur un ordre client au mieux ou un ordre à cours limité négociable reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client. La liste suivante énumère des exemples non exhaustifs de <i>transactions intentionnelles</i> : • le retrait de la saisie d'un ordre client sur un marché (ou le retrait d'un ordre déjà saisi sur un marché) pour permettre la saisie avant l'ordre client d'un ordre propre ou d'un ordre non-client concurrent; • la saisie d'un ordre client sur un marché relativement non liquide et la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client sur un marché plus liquide où l'ordre propre ou l'ordre non-client risque d'être exécuté plus rapidement; • l'ajout de modalités ou conditions à un ordre client (sauf suivant les directives du client) de façon à ce que l'ordre client se classe derrière des ordres propres ou des ordres non-clients moyennant ce cours; • le fait d'assortir un ordre propre ou un ordre non-client de modalités ou conditions dans le but de le différencier d'un ordre client qui aurait par ailleurs priorité moyennant ce cours; le fait de saisir un ordre propre ou un ordre non-client comme <i>ordre anonyme</i> (sans l'identificateur du participant), ce qui donne lieu à une exécution par priorité à un ordre client antérieurement saisi lorsque l'identificateur du participant a été divulgué au moment de la saisie de l'ordre client.		

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
Article 3 – Aucune connaissance de l'ordre client Le paragraphe 5.3 des Règles compte également quatre exceptions à la règle sur la priorité aux clients selon laquelle l'administrateur, le dirigeant, l'associé, l'employé ou le mandataire du participant qui saisit l'ordre propre ou l'ordre non-client ne doit pas savoir que l'ordre client n'a pas été saisi. Ces exceptions sont les suivantes : • le client donne des directives précises au participant de retirer la saisie de l'ordre; • le client laisse expressément la saisie de l'ordre à l'appréciation du participant; • le participant retient la saisie de l'ordre client conformément au paragraphe 6.3 des Règles dans le but véritable d'obtenir l'exécution au meilleur cours pour le client; • le client saisit l'ordre directement sur un marché qui n'exige pas la divulgation de l'identificateur du participant dans un affichage consolidé du marché. Dans ces circonstances, le participant doit avoir des procédures raisonnables en place pour que les renseignements concernant les ordres clients ne soient pas utilisés à mauvais escient au sein de la maison de courtage. Ces procédures varient d'une maison de courtage à l'autre et aucune d'elles ne peut convenir à toutes les maisons de courtage. Si une maison de courtage n'a pas de procédures raisonnables en place, elle ne peut se prévaloir des exceptions. Il est recommandé de se reporter à la Politique 7.1 – Politique concernant les obligations de supervision de la négociation, et, en particulier, l'article 4 – Procédures précises concernant la priorité aux clients et l'exécution au meilleur cours. Si un client a donné des directives à un participant de retenir un ordre ou lui a accordé un pouvoir discrétionnaire à l'égard de la saisie d'un ordre, les détails de la directive ou de l'octroi du pouvoir discrétionnaire doivent être conservés pendant une durée de sept ans à compter de la date des directives ou de		

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
l'octroi du pouvoir discrétionnaire et, pendant les deux premières années, le consentement doit être conservé en un lieu facile d'accès.		
Article 4 – Consentement du client Un participant n'est pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client si le client consent expressément à ce que le participant réalise une transaction avant lui ou en même temps. Le consentement du client doit se rapporter spécifiquement à un ordre déterminé et les détails de l'entente intervenue avec le client doivent être inscrits sur la fiche d'ordre. Un client ne peut donner de consentement global permettant au participant d'exécuter une transaction avant tous ordres futurs que le client peut lui transmettre, ou en même temps que ceux-ci. Si l'ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée moyennant un cours inférieur au meilleur cours vendeur ou supérieur au meilleur cours acheteur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un marché sont comblés avant l'exécution de l'ordre client. Avant d'exécuter l'ordre client, le participant doit s'assurer que le client a connaissance des ordres dotés d'un meilleur cours et a consenti à ce que le participant les exécute par priorité à l'ordre client. Le consentement du client doit être consigné sur la fiche d'ordre. Si le client a donné au participant un ordre qui doit être exécuté à divers moments au cours d'un jour de bourse (p. ex., un ordre <i>valable jour</i>) ou à des cours variés (p. ex., à des cours variés pour se rapprocher d'un prix moyen pondéré en fonction du volume), il est réputé avoir consenti à la saisie des ordres propres et des ordres non-clients qui peuvent se négocier avant le solde de l'ordre client. Sauf si le client a donné des directives permanentes par écrit comme quoi tous les ordres doivent être exécutés à divers moments au cours du jour de bourse ou à des cours variés pendant le jour de bourse, les directives du client devraient être traitées comme se rapportant expressément à un ordre déterminé et les détails des directives de la part du client doivent être consignés sur la fiche d'ordre. Toutefois, si, selon toute attente raisonnable, la partie non saisie de l'ordre client serait susceptible d'avoir une incidence sur le cours du titre, il	Scotia – Estime que le consentement du client est implicite pour que le participant négocie contre des ordres dotés d'un meilleur cours lorsque le participant est tenu de manœuvrer le marché en vue d'exécuter une transaction organisée au préalable ou une application. Elle juge peu pratique d'obtenir le consentement aux opérations qui devancent un ordre client individuel ou qui se négocient en même temps et que cette exigence interdira en réalité à un participant de procéder à des opérations sur des titres qui se négocient sur plus d'un marché. Elle déclare « les négociateurs d'un participant n'ont aucune connaissance ni aucun accès à des renseignements relativement à des ordres clients de particuliers, à escompte et autres ordres clients saisis sur un système de négociation d'un marché au moyen d'un traitement direct ». Elle s'oppose à la mise en œuvre du « consentement conditionnel » puisqu'elle est d'avis qu'une telle entente devrait constituer une « question privée à négocier entre le client et le participant avant d'exécuter la transaction et non une question exigeant l'intervention réglementaire ».	Si un client convient d'une transaction organisée au préalable ou d'une application moyennant un cours déterminé, il ne peut être pris pour acquis que le client a connaissance de la profondeur du marché moyennant un meilleur cours. La règle n'interdit pas à un participant de procéder à une exécution contre ces ordres dotés d'un meilleur cours lorsqu'il manœuvre le marché, mais, plutôt, elle garantit simplement que le client a donné un « consentement éclairé ». Sauf si l'ordre a été saisi « anonymement », les négociateurs sont en mesure de voir les ordres des clients de leur maison de courtage dans l'affichage consolidé du marché. En l'absence de la modification, un négociateur serait en mesure d'orienter une transaction organisée au préalable ou une application mettant en cause un ordre propre ou un ordre non-client vers un autre marché afin d'éviter l'ingérence d'un ordre existant d'un client de la maison de courtage. Même si SRM reconnaît qu'il serait peu pratique d'obtenir le consentement des clients qui sont des particuliers, elle est d'avis que l'ordre client du particulier a le droit d'être comblé par priorité. En l'absence d'une disposition prévoyant un consentement conditionnel, le participant serait tenu de procéder à une « application nouvelle » au profit du client dans le cadre d'une opération saisie sur le marché, ce qui nécessiterait que le participant manœuvre le marché jusqu'au cours auquel le participant négocierait avec le client la position que le participant avait accumulée lorsqu'il négociait en devançant l'ordre client ou en agissant simultanément à celui-ci. La mise en œuvre de la notion du consentement conditionnel constitue, par conséquent, une « disposition de soulagement » au profit du participant. Un participant qui n'est pas disposé à prendre en charge le risque ne conclurait pas une entente assortie d'un consentement conditionnel.

Libellé des modifications (modifications indiquées par rapport à la proposition)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
peut être interdit au participant de saisir des ordres propres ou des ordres non-clients en raison de l'application de la règle sur les transactions en avance sur le marché.		
Dans certains cas, un client peut donner un consentement conditionnel à ce que le participant réalise des transactions en avance d'un ordre client ou en même temps que celui-ci. Par exemple, un client peut consentir à ce qu'un ordre propre d'un participant partage l'exécution avec l'ordre client à la condition que l'ordre client soit intégralement exécuté d'ici la fin du jour de bourse. Si l'ordre client n'est pas intégralement exécuté, le client peut s'attendre à ce que le participant « abandonne » son exécution dans la mesure nécessaire afin de combler l'ordre client. Dans ce cas, le participant devrait désigner ces ordres comme des ordres « propres » tout au long de la journée. Toute partie de l'exécution qui est abandonnée en faveur du client ne devrait pas faire l'objet d'une application nouvelle sur un marché mais devrait simplement faire l'objet d'une écriture de journal en faveur du client (puisque la condition du consentement n'a pas été respectée, les exécutions en cause pourraient être perçues comme appartenant, en bonne et due forme, à l'ordre client plutôt qu'à l'ordre propre). Dans la mesure où un participant « abandonne » une partie de l'exécution d'un ordre propre en faveur d'un client sur la foi du consentement conditionnel, le participant doit déclarer les détails de l'« abandon » à l'autorité de contrôle du marché au plus tard à l'ouverture des négociations sur les marchés le jour de bourse suivant. Le consentement conditionnel du client doit se rapporter expressément à l'ordre déterminé. Les détails de l'entente intervenue avec le client doivent être consignés sur la fiche d'ordre.	TD – Appuie la mise en œuvre des notions de « consentement réputé » et de « consentement conditionnel ».	