

10 août 2007

N° 2007-015

Acheminement suggéré

- Négociation
- Affaires juridiques et Conformité

Sujets principaux

- Cours factice
- Meilleure exécution
- Obligation d'accorder le meilleur cours
- Marché des valeurs extracôtier désigné
- Cours moyen pondéré en fonction du volume « garanti »
- Marchés multiples
- Marché principal
- Règlement dit Regulation S
- Vente à découvert
- Ordre assorti de conditions spéciales

Renvois aux dispositions des RUIM

- Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert
- Règle 5.1 – Obligation d'accorder la meilleure exécution
- Règle 5.2 – Obligation d'accorder le meilleur cours

Renvois aux Avis relatifs à l'intégrité du marché

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-015 – *Orientation – Respect des obligations d'accorder le « meilleur cours »* (12 mai 2005)

QUESTIONS DÉTERMINÉES SE RAPPORTANT À LA NÉGOCIATION SUR PLUSIEURS MARCHÉS

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur des questions déterminées se rapportant aux obligations incombant à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché concernant la négociation sur plusieurs marchés.

Questions / Renseignements supplémentaires

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

M^e Felix Mazer
Avocat

Téléphone : 416-646-7280

Télécopieur : 416-646-7265

Courriel : felix.mazer@rs.ca

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-028 – *Orientation – Ventes de titres assujettis à des restrictions quant au transfert uniquement aux États-Unis* (29 juillet 2005)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-005 – *Orientation – Garantie par un participant d'un cours de négociation* (10 février 2006)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-006 – *Orientation – Vente de titres assujettis à certaines lois sur les valeurs mobilières des États-Unis* (17 février 2006)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – *Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés* (30 octobre 2006)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-002 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007 – *Avis de consultation – Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés* (20 avril 2007)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-014 – *Orientation – Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés* (6 juillet 2007)

QUESTIONS DÉTERMINÉES SE RAPPORTANT À LA NÉGOCIATION SUR PLUSIEURS MARCHÉS

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur des questions déterminées se rapportant aux obligations incombant à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant la négociation sur plusieurs marchés.

Contexte

Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006) qui fournit une orientation générale sur les obligations incombant à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* aux termes des RUIM concernant l'activité de négociation visant un titre qui se négocie sur plus d'un marché. En particulier, cet Avis donne une orientation sur ce qui suit :

- l'établissement du *dernier cours vendeur* aux fins de la Règle 3.1 des RUIM (et du *dernier cours vendeur indépendant* aux fins de la Règle 7.7 des RUIM) ainsi que le cours le plus bas auquel un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* peut effectuer une vente à découvert;
- l'obligation d'accorder la meilleure exécution incombant à un *participant* aux termes de la Règle 5.1 des RUIM et sur le moment où un *participant* est censé tenir compte d'une liquidité possible sur un marché qui ne fournit pas une transparence antérieure aux opérations;
- l'obligation d'accorder le meilleur cours incombant à un *participant* aux termes de la Règle 5.2 des RUIM, y compris les marchés qui doivent être pris en ligne de compte afin d'établir le « meilleur cours »;
- la conformité à la règle sur la priorité aux clients aux termes de la Règle 5.3 des RUIM.

SRM a également publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché – 2006-020 – *Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés* (30 octobre 2006), lequel fournissait une orientation sur les diverses exigences en matière de conformité incombant à un *participant* aux termes des RUIM concernant le traitement des ordres et des transactions visant un titre qui se négocie sur plus d'un marché. En particulier, cet Avis a fourni une orientation sur ce qui suit :

- les exigences en matière de piste de vérification à l'égard des ordres transmis à un marché « manuel »;
- les contrôles en matière de vérification à l'égard des ordres saisis et des transactions exécutées sur plusieurs marchés;

- le traitement d'ordres « valables le jour », « valables jusqu'à annulation » et des ordres « au cours du marché » dans le contexte de marchés ayant diverses heures d'exploitation;
- la saisie des ordres clients qui ne sont pas immédiatement négociables;
- la question à savoir si un *participant* est tenu de tenir compte d'ordres sur un marché qui n'est pas alors ouvert aux fins de négociation;
- les exigences en matière de désignation des ordres imposées aux marchés qui n'acceptent pas certains types de désignations;
- l'obligation d'accorder le « meilleur cours » incombant à un *participant* à l'égard des ordres saisis par un client ayant un « accès direct au marché »;
- l'obligation incombant à un *participant* de surveiller les marchés en vue de possibilités de négociation alors qu'ils n'ont traditionnellement pas fourni de liquidité à l'égard d'un titre donné.

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché aborde certaines questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés et vient compléter l'orientation déjà fournie dans ces deux Avis relatifs à l'intégrité du marché.

Questions et réponses

La liste suivante énumère des questions concernant les obligations incombant à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* à l'égard de la négociation d'un titre qui se négocie sur plus d'un marché. Les RUIM définissent un marché comme une bourse reconnue (une « bourse »), un système de cotation et déclaration d'opérations (« SCDO ») reconnu ou un système de négociation parallèle (« SNP ») qui fait affaire au Canada.

1. Quelles sont les procédures en vue de la vente d'un titre qui est assujéti à des restrictions quant au transfert aux États-Unis sur un marché qui n'est pas admissible en tant que « marché des valeurs extracôtier désigné » aux termes du Règlement dit Regulation S de la loi intitulée United States Securities Act of 1933?

La Règle dite Rule 904 prise aux termes du Règlement dit Regulation S (« Regulation S ») de la loi intitulée *Securities Act of 1933* (États-Unis) prévoit que, sous réserve de certaines conditions, l'offre, la vente ou la revente de titres dans le cadre d'une « opération extracôtier » sont dispensées de l'inscription auprès de la SEC. Aux termes de la Règle dite Rule 904, une « opération extracôtier » comprend une opération dans le cadre de laquelle aucune offre n'est faite à une personne aux États-Unis et où l'opération est exécutée par l'entremise des installations ou du parquet d'un « marché des valeurs extracôtier désigné », à la condition que ni le vendeur ni une personne agissant pour son compte n'ait connaissance du fait que l'opération a été arrangée au préalable auprès d'un acheteur aux États-Unis. Actuellement, la Bourse de Toronto (« TSX ») et la Bourse de croissance TSX (« BC TSX ») constituent les marchés au

Canada qui sont admissibles à titre de « marché des valeurs extracôtier désigné » aux fins du Règlement dit Reg. S.

Aux termes de la Règle 5.2, un *participant* a l'obligation de déployer des efforts raisonnables afin de combler certains ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché. (Il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006) et l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-002 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007) pour une discussion des circonstances dans lesquelles naît l'obligation d'accorder le « meilleur cours ».) Dans le contexte d'un *participant* qui facilite la vente des titres restreints aux États-Unis qui se négocient sur plus d'un marché, le *participant* qui traite l'ordre a l'obligation d'exécuter la transaction sur un marché avec des ordres dotés d'un meilleur cours avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un marché qui constitue un « marché valeur extracôtier désigné » aux termes du Règlement dit Regulation S.

Dans la mesure où un *participant* négocie avec des ordres sur un marché qui n'est pas admissible en qualité de « marché des valeurs extracôtier désigné », le *participant* doit se conformer aux procédures énoncées dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-028 – *Vente de titres assujettis à des restrictions quant au transfert uniquement aux États-Unis* (28 juillet 2005). Ainsi qu'il est précisé dans cet Avis, un ordre visant la vente de titres restreints aux États-Unis peut être saisi sur un marché :

- dans le cadre d'une *application intentionnelle* moyennant un cours se situant entre le *meilleur cours acheteur* et le *meilleur cours vendeur* lorsque le *participant* a connaissance du fait que l'acheteur n'est pas un résident des États-Unis ou par ailleurs assujetti aux restrictions quant au transfert;
- comme *ordre assorti de conditions spéciales* (soit qui est assujetti à la condition que l'acheteur ne soit pas un résident des États-Unis).

Des ordres saisis en tant qu'*application intentionnelle* moyennant un cours se situant entre le *meilleur cours acheteur* et le *meilleur cours vendeur* ainsi qu'il est publié dans un *affichage consolidé du marché* peuvent être exécutés sur un marché sans devoir se préoccuper de l'ingérence éventuelle de la part d'une partie qui peut ne pas être admissible à faire l'acquisition des titres.

Si l'ordre est saisi en tant qu'*ordre assorti de conditions spéciales*, moyennant un cours inférieur aux ordres « dotés d'un meilleur cours » dans un *affichage consolidé du marché* à l'égard duquel le *participant* est astreint à une obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2, le *participant* doit communiquer avec chaque *participant* et *personne ayant droit d'accès* qui a divulgué des ordres moyennant un meilleur cours que le cours de l'*ordre assorti de conditions spéciales* à la condition que le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* soit admissible à faire l'acquisition des titres restreints aux États-Unis. Si chaque *participant* ou *personne ayant droit d'accès* ayant un ordre doté d'un meilleur cours est soit désintéressé à acquérir soit incapable d'acquérir les titres restreints aux États-Unis, l'*ordre assorti de conditions*

spéciales peut être exécuté moyennant un cours inférieur avec une partie qui est en mesure de faire l'acquisition des titres restreints aux États-Unis. Il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-006 – *Orientation – Vente de titres assujettis à certaines lois sur les valeurs mobilières des États-Unis* (17 février 2006) pour obtenir une orientation supplémentaire sur les « opérations extracôtées » aux termes de la Règle dite Rule 904 prise aux termes du Règlement dit Regulation S et sur les exigences en matière de désignation des ordres aux termes des RUIM à l'égard d'ordres visant la vente de titres restreints aux États-Unis.

2. Comment un participant peut-il contrôler l'existence éventuelle d'offres d'achat ou d'offres factices et à « cours élevé » lorsque les marchés sont dotés d'heures d'exploitation différentes?

L'article 7.1 des RUIM exige qu'un *participant* adopte des politiques et procédures qui suffisent à assurer la conformité aux exigences des RUIM. Conformément à la Politique 7.1, un *participant* doit établir le niveau et la nature des contrôles qui s'imposent en fonction de la taille et des types des affaires menées par le *participant*. Au nombre des exemples de cours factices il y a les cours « élevés à la clôture » et la saisie d'un *cours acheteur* ou d'un *cours vendeur* sur un marché qui ne se justifient pas par la véritable offre ou demande visant un titre. L'un des facteurs pertinents à prendre en ligne de compte afin d'établir si un cours est factice consiste à savoir si le *participant*, la *personne ayant droit d'accès* ou le compte en cause relativement à l'ordre est motivé afin d'établir un cours factice. Par exemple, si l'évaluation d'un portefeuille déterminé est fondée sur la vente de clôture ou les cours acheteurs du « marché principal », SRM s'attendrait à ce que les contrôles en matière de conformité qui s'imposent à l'égard de ce compte soient en mesure de surveiller les ventes ou les ordres sur le « marché principal », puisque les ordres ou les transactions, selon le cas, sur ce marché peuvent être susceptibles à l'établissement de cours factices. Dans le même ordre d'idées, si des exigences en matière de marge sont fondées sur le cours vendeur à la clôture du marché qui négocie en dernier lieu un titre déterminé, SRM s'attendrait à ce qu'un *participant* ait mis en place des contrôles convenables en matière de conformité à l'égard des *derniers cours vendeurs* sur le « dernier marché ».

3. Quel est le cours le plus bas selon lequel un participant ou une personne ayant droit d'accès peut réaliser une vente à découvert de titres qui sont intercotés sur une bourse aux États-Unis?

Le 13 juin 2007, la SEC a approuvé des modifications à la Règle dite Rule 10a-1 et au Règlement dit Regulation SHO qui supprimeront les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert ainsi qu'il est précisé à la Règle dite Rule 10a-1 ainsi que le critère quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert de tout organisme d'autoréglementation. En outre, les modifications interdiront à tout organisme d'autoréglementation de se doter d'un critère quant aux cours. Ces modifications sont entrées en vigueur le 3 juillet 2007, la date de conformité étant le 6 juillet 2007.

À la lumière de la décision prise par la SEC de supprimer les restrictions quant aux cours dans le cadre de ventes à découvert, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-014 – *Orientation – Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés* (6 juillet 2007), lequel accordait, avec prise d'effet le 6 juillet 2007, une dispense des restrictions quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert aux termes de la Règle 3.1 des RUIM relativement à des titres qui sont intercotés sur un marché aux États-Unis. Aux fins des RUIM, la Bourse de Toronto (« TSX »), la Bourse de croissance TSX (« BC TSX ») et CNQ sont présentement admissibles en qualité de « bourse ». Si un titre est coté à une bourse et est également coté sur une bourse aux États-Unis, une vente à découvert du titre peut être saisie sur tout marché, y compris un SNP, qui négocie le titre et permet l'utilisation d'une désignation de « vente à découvert dispensée ». Les titres qui se négocient sur un réseau de communications électroniques aux États-Unis mais qui ne sont pas par ailleurs cotés à une bourse¹ aux États-Unis ne sont pas admissibles à bénéficier de la dispense.

Si un marché déterminé n'accepte pas la désignation de « vente à découvert dispensée » qui est prévue aux termes de la Règle 6.2 des RUIM, l'ordre doit être désigné comme « à découvert ». Dans ce cas, si le système du marché assure la conformité aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, le marché peut suspendre l'application automatique des restrictions quant au cours relativement à des titres visés par la dispense. Si un marché n'est pas en mesure de suspendre l'application automatique des restrictions quant au cours relativement à des titres visés par la dispense, les ventes à découvert de titres dispensés sur ce marché continueront à être exécutées moyennant un cours qui n'est pas inférieur au *dernier cours vendeur* du titre (voir la question 4 ci-dessous).

4. Quel est le cours le plus bas selon lequel un participant ou une personne ayant droit d'accès peut réaliser une vente à découvert de titres qui ne sont pas intercotés sur un marché aux États-Unis?

La Règle 3.1 des RUIM prévoit que, sous réserve de certaines exceptions, ni un *participant* ni une *personne ayant droit d'accès* ne peut réaliser une vente à découvert inférieure au *dernier cours vendeur*. Cette expression *dernier cours vendeur* se définit comme le cours de la dernière vente d'au moins une *unité de négociation standard* affichée dans un *affichage consolidé du marché*. Ainsi qu'il est précisé à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006), SRM est d'avis que, dans le contexte d'un titre qui se négocie sur plus d'un marché, le cours le plus bas selon lequel un *participant* ou un *personne ayant droit d'accès* peut réaliser une vente à découvert sera le moindre des cours suivants :

¹ Une bourse est un marché qui est inscrit comme « bourse » aux termes de la loi intitulée *Exchange Act of 1933* (États-Unis). En particulier, il y a lieu de noter qu'un réseau de communications électroniques, le *Bulletin Board* et les *Pink Sheets* NE constituent PAS une « bourse ».

- le *dernier cours vendeur* du titre sur un marché principal;
- le *dernier cours vendeur* du titre sur le marché sur lequel le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* saisit l'ordre de vente à découvert, à la condition que cette transaction ait lieu ultérieurement à la dernière vente sur le marché principal.

Le tableau qui suit fournit les éléments de base pour les deux illustrations ci-dessous :

Prenez pour acquis qu'un titre déterminé est inscrit à une bourse qui constitue le « marché principal » et sur deux SNP.

Marché	Cours acheteur	Cours vendeur	Dernière vente	Heure de la dernière vente
Marché principal	9,90 \$	10,10 \$	10,00 \$	11 h 15
SNP 1	9,90 \$	10,20 \$	9,90 \$	11 h 05
SNP 2	9,89 \$	10,20 \$	10,05 \$	10 h 15

Illustration n° 1 : *Un participant souhaite saisir un ordre visant la vente d'actions « à découvert » moyennant le cours le plus bas possible.*

Le cours le plus bas selon lequel un participant ou une personne ayant droit d'accès serait en mesure de saisir une vente à découvert sur l'un des marchés ci-dessus serait 10 \$ (soit le « dernier cours vendeur » sur le marché principal). Les « derniers cours vendeurs » sur SNP 1 et SNP 2 ont été établis avant la dernière vente sur le marché principal, et, en tant que tels, ne fixent pas le cours de la vente à découvert.

Illustration n° 2 : *Prenez pour acquis que l'ensemble des facteurs demeure inchangé; toutefois la dernière vente sur SNP 1 (9,90 \$) est plus récente (11 h 20).*

Un participant ou une personne ayant droit d'accès serait en mesure de saisir une vente à découvert sur :

- *le marché principal moyennant 10 \$ (soit le « dernier cours vendeur » sur ce marché);*
- *SNP 1 moyennant 9,90 \$ (soit le dernier cours vendeur sur SNP 1 qui a été fixé ultérieurement à la dernière vente sur le marché principal);*
- *SNP 2 moyennant 10 \$ (puisque la dernière vente de 10,05 \$ sur SNP 2 était antérieure à la dernière vente moyennant 10 \$ sur le marché principal).*

5. En saisissant un ordre visant une vente à découvert sur un marché, quelle obligation un participant a-t-il envers des ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un autre marché?

Aux termes de la Règle 5.2, un *participant* a une obligation de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché. Un *participant* sera jugé avoir entrepris des « efforts raisonnables » s'il saisit un ordre sur un autre marché en même temps que la transaction sur un marché déterminé, ou immédiatement après celle-ci, et si ces ordres sont dotés d'un volume suffisant et sont assortis d'un cours qui combleront le volume des ordres dotés d'un meilleur cours sur cet autre marché qui sont visibles au moment de la transaction sur le marché déterminé.

Le tableau qui suit fournit les éléments de base pour les deux illustrations ci-dessous :

Prenez pour hypothèse qu'un titre déterminé est coté à une bourse qui constitue le « marché principal » et sur deux SNP.

Marché	Taille non divulguée de l'offre de vente	Taille divulguée de l'offre de vente	Cours vendeur	Cours acheteur	Taille divulguée de l'offre d'achat	Dernière vente	Heure de la dernière vente
Marché principal	10 000	1 000	10,00 \$	10,10 \$	3 000	10,10 \$	11 h 15
SNP 1		5 000	9,90 \$	10,20 \$	4 000	9,90 \$	11 h 20
SNP 2		1 000	9,89 \$	10,05 \$	4 000	10,05 \$	10 h 15

Illustration n° 3 : Un participant souhaite saisir un ordre au cours du marché visant la vente de 7 000 actions « à découvert ».

Un participant ou une personne ayant droit d'accès serait en mesure de saisir la vente à découvert sur :

- *le marché principal moyennant 10,10 \$ (soit le « dernier cours vendeur » sur ce marché);*
- *SNP 1 moyennant 9,90 \$ (puisque la dernière vente sur SNP 1 a été établie ultérieurement à la dernière vente sur le marché principal);*
- *SNP 2 moyennant 10,10 \$ (puisque la dernière vente moyennant 10,05 \$ sur SNP 2 était antérieure à la dernière vente de 10,10 \$ sur le marché principal).*

Toutefois, si un *participant* exécutait la vente à découvert sur SNP 1, il aurait une obligation envers des ordres « dotés d'un meilleur cours » divulgués dans *l'affichage*

consolidé du marché. La Règle 5.2 des RUIIM exigerait d'un *participant* qu'il saisisse immédiatement un ordre sur le marché principal afin d'être exécuté contre l'ordre visible doté d'un meilleur cours (10,00 \$ pour 1 000 actions).

Puisque l'ordre saisi sur le marché principal par le *participant* afin de s'acquitter de son obligation de déplacer le marché constituerait une « vente à découvert », le *participant* peut être tenu de saisir l'ordre comme une « vente à découvert dispensée » afin de garantir qu'il soit négocié (puisque le système de négociation du marché principal peut être programmé afin de ne pas permettre une vente à découvert inférieure au *dernier cours vendeur* sur ce marché). Puisque la vente à découvert a été exécutée en bonne et due forme sur SNP 1, les ordres saisis par le *participant* sur le marché principal en vue de respecter les obligations d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 ne seront pas réputés constituer une violation des restrictions quant au cours visant les ventes à découvert aux fins de la Règle 3.1. Même s'il existait 10 000 autres actions moyennant un meilleur cours sur le marché principal, ce volume n'était pas « visible » dans l'*affichage consolidé du marché* et, par conséquent, le *participant* n'aurait aucune obligation d'accorder le « meilleur cours » à ce volume non déclaré.

Illustration n° 4 : Même scénario que ci-dessus, toutefois l'offre d'achat dotée d'un meilleur cours sur le marché principal est entièrement déclarée (10,00 \$ pour 10 000 actions).

Un participant serait en mesure de saisir la vente à découvert sur :

- *le marché principal moyennant 10,10 \$ (soit le dernier cours vendeur sur ce marché);*
- *SNP 1 moyennant 10,00 \$ (afin d'éviter de procéder à une transaction hors cours au détriment de l'ordre doté d'un meilleur cours sur le marché principal);*
- *SNP 2 moyennant 10,10 \$ (puisque la dernière vente moyennant 10,05 \$ sur SNP 2 était antérieure à la dernière vente moyennant 10,10 \$ sur le marché principal).*

Ainsi qu'il est précisé dans l'illustration n° 3 ci-dessus, un participant sera jugé avoir déployé des « efforts raisonnables » afin de se conformer aux obligations d'accorder le meilleur cours qui lui incombent s'il saisit des ordres sur un autre marché en même temps que la transaction sur un marché déterminé, ou immédiatement suivant celle-ci, et si cet ordre ou ces ordres sont dotés d'un volume suffisant et assortis d'un cours qui combleront le volume d'ordres dotés d'un meilleur cours figurant dans l'*affichage consolidé du marché* au moment de la transaction. Dans cette illustration, même si la dernière vente du titre sur SNP 1 était ultérieure à la dernière vente sur le marché principal, étant donné que le volume de la vente à découvert projeté (7 000 actions), si elle était exécutée, n'est pas d'un volume suffisant afin de combler le volume d'ordres dotés d'un meilleur cours figurant dans l'*affichage consolidé du marché* (10 000 actions), un participant ne peut saisir un ordre visant une vente à découvert sur SNP 1.

6. Si un participant a convenu de négocier moyennant un cours moyen pondéré en fonction du volume « garanti », un participant peut-il se fier, aux fins du calcul du cours, à des transactions sur un marché autre que le marché sur lequel la transaction sera exécutée?

Un participant peut se fier à toute combinaison de marchés dans le cadre du calcul d'un cours moyen pondéré en fonction du volume « garanti », y compris des marchés qui ne disposent pas d'une installation permettant de traiter des transactions moyennant un cours moyen pondéré en fonction du volume ou qui ne diffusent pas des renseignements sur les transactions dans un format facilement utilisable. Un ordre moyennant un cours moyen pondéré en fonction du volume « garanti » peut être saisi sur tout marché qui permet de telles transactions, indépendamment du fait que des données provenant de ce marché aient ou non été utilisées dans le calcul du cours moyen pondéré en fonction du volume. En traitant un ordre pour le compte d'un client visant à « calquer approximativement le cours moyen pondéré en fonction du volume » pour le compte d'un client, un *participant* doit s'assurer que le client a connaissance de toutes limitations (p. ex., des données provenant de plus d'un marché seront incluses dans le calcul) en parvenant au cours moyen pondéré en fonction du volume approximatif.

Dès qu'un *participant* convient de garantir le cours d'une transaction à un client, il doit fournir un avis écrit à SRM. L'avis écrit doit indiquer, entre autres :

- le titre;
- si la transaction sera un achat ou une vente par le *participant*;
- le volume de la transaction;
- la méthode afin d'établir le cours que le *participant* garantira, y compris l'identification du marché ou de la combinaison de marchés utilisée afin d'établir le cours et la durée de temps au cours de laquelle le cours sera établi;
- les détails de toute entente de partage de profits qui peut intervenir entre le *participant* et le client concernant la transaction;
- l'heure à laquelle et le marché sur lequel la transaction sera exécutée.

Les *participants* devraient consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-005 – *Orientation – Garantie par un participant d'un cours de négociation* (10 février 2006) pour obtenir une orientation supplémentaire sur les procédures qu'un *participant* doit suivre lorsqu'il exécute une transaction moyennant un cours moyen pondéré en fonction du volume « garanti ».

7. Un participant est-il tenu de tenir compte de marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada dans le cadre de l'obligation d'accorder la « meilleure exécution » qui lui incombe?

SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-002 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007) qui contenait une série de modifications aux RUIM y compris des facteurs supplémentaires que SRM prendrait en ligne de compte afin d'établir si un *participant* s'était acquitté avec diligence de son obligation d'accorder la meilleure exécution à l'égard d'un ordre client. L'un des facteurs supplémentaires à examiner consiste à savoir si un *participant* a tenu compte de marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se trouve à l'extérieur du Canada) dans le cadre du traitement d'un ordre client. L'ajout du facteur consistant à examiner les marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada dans le cadre de la meilleure exécution d'un ordre client calque une disposition sur la meilleure exécution contenue dans l'Instruction générale relative aux Règles de négociation des ACVM².

Dans la mesure où un marché étranger est pris en ligne de compte afin de fournir à un client la « meilleure exécution » conformément à la Règle 5.1, le *participant* aurait néanmoins une obligation envers des ordres dotés d'un meilleur cours sur les marchés canadiens aux termes de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2.

8. Un participant est-il tenu de tenir compte d'ordres figurant dans un registre de conditions spéciales d'un marché dans le cadre de l'obligation d'accorder le meilleur cours qui lui incombe?

Aux termes de la Règle 5.2, un participant a l'obligation de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché étranger. Aux termes des RUIM, l'établissement du *meilleur cours acheteur* et du *meilleur cours vendeur* exclut le prix de tout ordre qui constitue un *ordre assorti de conditions spéciales* et un certain nombre de types d'ordres « spécialisés », notamment les *ordres de base*, les *ordres au cours du marché*, les *ordres au cours de clôture*, les *ordres au dernier cours*, les *ordres au premier cours* et les *ordres à prix moyen pondéré en fonction du volume*. Même si un *participant* n'est pas tenu de tenir compte d'ordres assortis de conditions spéciales dans le cadre de l'établissement du meilleur cours, un *participant* peut être tenu d'examiner des possibilités d'exécution figurant dans le registre des conditions spéciales d'un marché conformément à l'obligation d'accorder la meilleure exécution qui lui incombe aux termes de la Règle 5.1 des RUIM.

² Instruction générale 23-101, par. 4.1(3). Le libellé de ce paragraphe prévoit ce qui suit :

Selon les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, dans le cas de titres intercotés, le courtier doit, dans ses efforts raisonnables, envisager s'il serait approprié, dans les circonstances particulières, de regarder du côté des marchés situés à l'extérieur du Canada.

9. Si un participant exécute une transaction sur un marché moyennant un cours inférieur, puis, immédiatement après, tente de déplacer un ordre déterminé doté d'un meilleur cours sur un autre marché qui est annulé avant que le participant soit en mesure de saisir l'ordre, le participant est-il obligé de déplacer les autres ordres moyennant le même cours et le même volume?

Aux termes de la Règle 5.2, un *participant* est tenu de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché. Tel qu'il a été initialement précisé dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-015 – *Orientation – Respect des obligations d'accorder le « meilleur cours »* (12 mai 2005), SRM est d'avis qu'un *participant* sera jugé avoir entrepris des efforts raisonnables s'il saisit des ordres sur un autre marché en même temps que la transaction sur un marché déterminé, ou immédiatement après celle-ci, et si ces ordres sont dotés d'un volume suffisant et sont assortis d'un cours qui combleront le volume des ordres dotés d'un meilleur cours sur cet autre marché qui sont visibles au moment de la transaction sur le marché déterminé. Dans la mesure où les ordres dotés d'un meilleur cours qui sont visibles au moment de la transaction sont « immédiatement » remplacés par un ou plusieurs ordres, le *participant* est tenu de négocier avec cet ordre ou ces ordres même s'il négocie avec un ou plusieurs différents ordres que ce qu'il avait prévu. Le volume de l'ordre qui doit être saisi est établi uniquement par le volume visible du ou des ordres dotés d'un meilleur cours au moment de la transaction sur le marché déterminé.

De l'avis de SRM, un ordre saisi par un *participant* sur un marché afin de respecter l'obligation de déplacement qui lui incombe doit être saisi en même temps que la transaction sur un autre marché, ou immédiatement suivant celle-ci, peu importe si l'ordre ou les ordres qui ont donné lieu à l'obligation de déplacement continuent à être « disponibles ». En tant que tel, un *participant* peut souhaiter saisir un ordre afin de respecter l'obligation de déplacement qui lui incombe de sorte à garantir que l'ordre se négocie uniquement avec le volume d'ordres dotés d'un meilleur cours qui sont alors « disponibles » et que toute partie non comblée de l'ordre puisse être « annulée » et ainsi éviter que la partie non comblée de l'ordre soit « inscrite au registre » sur l'autre marché.

10. Quels sont les risques déterminés auxquels fait face un participant acceptant un ordre client « tout ou rien » dans le contexte de plusieurs marchés?

La Règle 5.1 des RUIM exige d'un *participant* qu'il tente d'obtenir diligemment l'exécution de chaque ordre client selon les modalités les plus avantageuses pour le client aussi rapidement que possible selon la conjoncture du marché qui sévit à l'époque. Dans la mesure où un *participant* accepte des ordres « tout ou rien » de la part de clients, SRM s'attend du *participant* qu'il adopte des politiques et procédures concernant le traitement de ces ordres clients et qu'il informe ses clients de cette politique, y compris des répercussions et des risques (c.-à-d., exécutions partielles)

associés à l'utilisation d'un ordre « tout ou rien ». Si un *participant* n'a pas informé des clients de sa politique concernant le traitement des ordres « tout ou rien », SRM s'attendrait à ce que le *participant* traite un ordre « tout ou rien » conformément aux directives du client.

Si un *participant*, dans le cadre du traitement d'un ordre « tout ou rien », prend en charge le risque d'une exécution partielle, c'est-à-dire, toute partie non comblée de l'ordre client est exécutée pour le client à même le compte d'erreur du *participant* ou l'exécution partielle est réattribuée au compte d'erreur du *participant*, ces ordres continuent d'être réputés des ordres clients, et doivent continuer à être désignés comme des ordres « clients » en bonne et due forme.

Si un ordre « tout ou rien » est « déclenché » et procède à contourner un ordre doté d'un meilleur cours sur un marché, SRM jugerait que la transaction constitue une violation de la Règle 5.2. Une violation de la Règle 5.2 se produirait même si le marché ayant l'ordre doté du meilleur cours n'affiche pas un volume suffisant moyennant un meilleur cours afin de combler intégralement l'ordre « tout ou rien ». À la lumière du risque de devoir respecter l'obligation d'accorder le « meilleur cours » dont est assorti le recours à des ordres « tout ou rien », SRM s'attend d'un *participant* qu'il ait une bonne compréhension de la manière dont le marché traite les ordres « tout ou rien » et que le *participant* prenne les mesures qui s'imposent afin de respecter toutes obligations d'accorder le « meilleur cours ».

11. Qu'est censé faire un participant avec un ordre « stop » saisi sur un marché et qui, une fois déclenché, contourne un ordre doté d'un meilleur cours sur un autre marché?

Un ordre « stop » saisi par un *participant* sur un marché ne peut être « déclenché » qu'une fois que le titre qui est visé par l'ordre « stop » se négocie moyennant un prix déterminé sur un marché. L'une des manières pour qu'un ordre « stop » soit déclenché et contourne immédiatement un autre marché se produit lorsque la transaction qui a déclenché l'ordre « stop » constituait elle-même une transaction hors cours (au nombre des autres, il y a les cotations qui évoluent rapidement, communément appelées « cotations oscillantes », et les instances où un marché fait face à des difficultés techniques). Dans la mesure où des efforts raisonnables ont été déployés afin d'exécuter une transaction moyennant le meilleur cours disponible, SRM ne tiendrait pas un *participant* responsable des survenances techniques de transactions hors cours dans les circonstances exposées ci-dessus.

Pour l'heure, tous les marchés qui exploitent une installation d'ordres « stop » ont recours à une méthodologie de répartition semblable pour ce qui est des ordres « stop », de sorte qu'une fois qu'il est déclenché, un ordre « stop » devienne un ordre « limite » qui peut se négocier avec tout autre ordre sur ce marché. Au fur et à mesure du lancement de nouveaux marchés, il est possible qu'un marché ait recours à une méthodologie de répartition différente à l'égard des ordres « stop » (c.-à-d., des ordres « stop », une fois déclenchés, se transforment en ordres « au cours du marché »). Si de

tels marchés devaient être mis sur pied, SRM fournira une orientation sur l'obligation d'accorder le « meilleur cours » incombant à un *participant*, compte tenu des caractéristiques particulières de ce marché.

12. Un participant peut-il tenir compte des frais de connectivité ou d'autres frais se rapportant à l'accès obtenu à un marché afin de calculer le « meilleur cours »?

La Règle 5.2 des RUIM exige d'un *participant* qu'il déploie des efforts raisonnables avant l'exécution d'un ordre client afin de s'assurer que l'ordre client est exécuté moyennant le meilleur cours disponible. Les frais d'opération et les autres frais (y compris les frais d'accès et les frais de règlement) associés à l'exécution d'une transaction sur un marché constituent des facteurs à prendre en ligne de compte afin d'établir si un *participant* a déployé des « efforts raisonnables ». Afin de déployer des « efforts raisonnables » en vue de réaliser une transaction moyennant le meilleur cours, un *participant* doit prendre les mesures qui s'imposent afin d'avoir accès aux ordres sur tout marché qui négocie un titre déterminé (et non seulement les marchés dont le *participant* est un membre, utilisateur ou adhérent).

Si un participant a une entente déterminée avec un client suivant laquelle il facture, ou si, en règle générale, il facture aux clients (soit comme frais distincts soit comme commission accrue), les frais d'opération se rapportant à l'obtention de l'accès à un marché déterminé, un *participant* peut tenir compte de ces frais d'opération afin de décider du marché doté du « meilleur cours ». Par exemple, si des frais facturés directement à un client en vue de l'obtention de l'accès à un marché doté du « meilleur cours » font en sorte qu'un client reçoive un prix net à l'égard de la transaction (cours de la transaction déduction faite des coûts se rapportant à l'obtention de l'accès au marché déterminé) qui est inférieur au cours que le client aurait reçu si le *participant* avait exécuté la transaction sur un autre marché, un *participant* peut négocier avec des ordres sur cet autre marché. Dans la mesure où un *participant* ne facture pas directement les frais « d'accès » à un client (c.-à-d. le participant ne facture pas des frais distincts ou une commission accrue en vue d'exécuter une transaction sur un marché déterminé), un *participant* doit orienter un ordre client vers le marché doté du meilleur cours disponible calculé à partir de renseignements figurant dans un *affichage consolidé du marché*.

Pour l'heure, un marché est autorisé à établir des frais d'accès à son marché sans limites. Même si des différences quant aux frais d'accès imputés par les marchés sont autorisées, la réglementation des frais d'accès fait présentement l'objet d'une proposition de la part des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM »), laquelle, entre autres, se propose de fixer un montant maximal qu'un marché visible peut imputer en vue d'obtenir l'accès à une cotation. Il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007 – *Avis de consultation – Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés* (20 avril 2007) pour une discussion de la proposition des ACVM sur les

« transactions hors cours ». Les dispositions des RUIM et leur interprétation et application seraient modifiées afin de se conformer à la position adoptée par les ACVM.

13. Quels sont les renseignements qui doivent être communiqués à l'égard de l'avis d'exécution si un participant exécute un ordre client visant un titre déterminé moyennant un cours moyen établi sur plus d'un marché?

Aux termes de l'article 36 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) et de leur pendant dans les lois en valeurs mobilières d'autres territoires, un *participant* est tenu de transmettre un avis d'exécution au client. Conformément à l'article 3 de la Politique prise aux termes de la Règle 7.1 des RUIM, un *participant* est tenu de se doter de politiques et procédures convenables en vue de garantir la conformité à ces exigences.

Si un ordre client visant l'achat ou la vente d'un titre déterminé est exécuté moyennant un cours moyen sur plus d'un marché, l'avis d'exécution peut indiquer que l'ordre a été exécuté moyennant un cours moyen sur plusieurs marchés. Toutefois, l'avis d'exécution doit également indiquer que les détails de chaque transaction sont disponibles moyennant une demande en ce sens. Un *participant* doit fournir les détails de chaque transaction sans frais. Si un ordre client a été comblé moyennant des cours multiples sur un marché unique, l'avis d'exécution doit continuer à identifier le marché sur lequel l'ordre client a été exécuté.

Questions / Renseignements supplémentaires

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

M^e Felix Mazer,
Avocat,
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 : 416-646-7280
Télécopieur : 416-646-7265
Courriel : felix.mazer@rs.ca

ROSEMARY CHAN,
VICE-PRÉSIDENTE, AVOCATE EN MATIÈRE DE POLITIQUE RELATIVE AU MARCHÉ ET
CHEF DU CONTENTIEUX