

# Avis relatif à l'intégrité du marché

## Orientation



Market Regulation Services Inc.  
Services de réglementation du  
marché inc.

21 septembre 2007

N° 2007-019

### Acheminement suggéré

- Négociation
- Affaires juridiques et Conformité

### Sujets principaux

- Meilleure exécution
- Obligation d'accorder le meilleur cours
- Ordre client
- Priorité aux clients
- Diffusion des ordres
- Marchés non transparents

### Renvois aux dispositions des RUIM

- Règle 5.1 – Meilleure exécution d'ordres clients
- Règle 5.2 – Obligation d'accorder le meilleur cours
- Règle 5.3 – Priorité aux clients
- Règle 6.3 – Diffusion d'ordres clients

### Renvois aux Avis relatifs à l'intégrité du marché

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – Orientation – *Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1<sup>er</sup> 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)

## SAISIE D'ORDRES CLIENTS SUR DES MARCHÉS, DES INSTALLATIONS ET DES FONCTIONS NON TRANSPARENTS

### Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur l'application des exigences en matière de meilleure exécution, de priorité aux clients et de diffusion des ordres prévues par les Règles universelles d'intégrité du marché dans le cadre de la saisie d'ordres clients sur des marchés, des installations et des fonctions de marché qui ne diffusent pas de renseignements sur les ordres aux fournisseurs d'information.

### 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<sup>e</sup> James E. Twiss  
Avocat principal en matière de politique  
Téléphone : 416-646-7277  
Télécopieur : 416-646-7265  
Courriel : james.twiss@rs.ca

- Avis relatif à l'intégrité du marché  
2007-015 – Orientation – *Questions  
déterminées se rapportant à la  
négociation sur plusieurs marchés* (10  
août 2007)

## **SAISIE D'ORDRES CLIENTS SUR DES MARCHÉS, DES INSTALLATIONS ET DES FONCTIONS NON TRANSPARENTS**

### **Récapitulatif**

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur l'application des exigences en matière de meilleure exécution, de priorité aux clients et de diffusion des ordres prévues par les Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») dans le cadre de la saisie d'ordres clients sur des marchés, des installations et des fonctions de marché qui ne diffusent pas de renseignements sur les ordres aux fournisseurs d'information.

### **Contexte**

La partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (le « Règlement sur le fonctionnement du marché ») prévoit qu'un marché qui affiche des ordres à l'intention de toute personne doit fournir des renseignements exacts et à jour à l'agence de traitement de l'information, s'il en est, ou à un fournisseur d'information. Un marché n'est pas tenu de diffuser des renseignements sur les ordres à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information si le marché ne met pas les détails des ordres à la disposition de personnes autres que celles dont les services ont été retenus afin d'aider dans le cadre du fonctionnement du marché. Au 7 septembre 2007, les marchés des titres de participation qui sont :

- « transparents », soit les marchés qui diffusent des renseignements quant aux ordres, étaient les suivants : la Bourse de Toronto (« TSX »), la Bourse de croissance TSX et CNQ, y compris sa fonction « Pure Trading »;
- « non transparents », soit des marchés qui ne diffusent pas des renseignements quant aux ordres, étaient les suivants : BlockBook, Liquidnet et MATCH Now.

Dans un avenir proche, la TSX a l'intention de mettre en œuvre les caractéristiques d'« appariement intercourtier » de sa fonction d'appariement prétransaction appelée « Alternative Trade eXecution » (« ATX »). Aux termes de la caractéristique d'« appariement intercourtier » d'ATX, une « intention » non transparente saisie par un participant qui participe à ATX peut être appariée aux intentions saisies par d'autres participants ou avec le flux d'ordres qui est destiné à la saisie dans le registre central des ordres à cours limité de la TSX. Tout « appariement » dans ATX doit avoir lieu entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur tel qu'affiché dans un affichage consolidé du marché (formé de tous les marchés « transparents » négociant le titre déterminé). L'appariement est déclaré à la TSX et exécuté dans le registre central des ordres à cours limité moyennant le cours qui correspond alors au meilleur cours acheteur ou au meilleur cours vendeur ou qui se situe entre les deux. L'une des caractéristiques d'ATX permet aux « intentions » provenant d'un compte déterminé d'être affectées à un « groupe de répartition de la priorité » (« GRP ») qui établira l'ordre dans lequel l'appariement des intentions aura lieu.

Ni BlockBook, ni Liquidnet ou encore MATCH Now ne fournit une transparence antérieure aux opérations de la manière envisagée par la partie 7 du Règlement sur le fonctionnement du

marché à l'égard d'ordres saisis sur leur marché (au moyen de la fourniture de renseignements quant aux ordres à des fournisseurs d'information en vue d'une diffusion). BlockBook a recours à un mécanisme de signalement exclusif afin d'indiquer à l'ensemble des adhérents la présence de liquidité en fonction de certains paramètres. Pour ce qui est de Liquidnet, les adhérents sont avisés si un autre adhérent possède une « indication de liquidité » correspondante, après quoi une négociation individuelle des ordres peut avoir lieu. Ni BlockBook, ni Liquidnet ou encore MATCH Now ne prévoit de mécanismes pour que des ordres se voient attribuer des priorités différentes en vue de l'exécution hormis les priorités établies par le modèle d'exploitation du marché en cause.

Pour un récapitulatif comparatif des caractéristiques élémentaires de chaque marché, il y a lieu de consulter le tableau disponible par l'entremise de la page d'accueil de SRM à l'adresse [www.rs.ca](http://www.rs.ca) sous le titre « Les marchés que nous réglementons ». Pour obtenir une orientation davantage détaillée de l'application des RUIM à la négociation sur plusieurs marchés, il y a lieu de se reporter aux publications suivantes :

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1<sup>er</sup> 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 2007-015 – *Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés* (10 août 2007).

## Questions et réponses

Le texte qui suit fait état des questions les plus fréquemment posées concernant les obligations incombant à un participant lorsqu'il saisit un ordre client sur un marché, une installation ou une fonction non transparent ainsi que des réponses de SRM à chacune d'elles :

### **1. Des ordres clients « de petite envergure » qui sont assujettis à la règle sur la diffusion des ordres peuvent-ils être saisis sur un marché, une installation ou une fonction non transparent?**

La Règle 6.3 des RUIM exige, sous réserve de certaines exceptions énumérées, que les ordres clients visant l'achat ou la vente de 50 unités de négociation standard ou moins d'un titre soient immédiatement saisis sur un marché. En tant que telle, l'obligation s'applique à un ordre client visant l'achat ou la vente :

- de 5 000 unités ou moins d'un titre se négociant moyennant 1,00 \$ ou plus l'unité;
- 25 000 unités ou moins d'un titre se négociant à 0,10 \$ ou plus l'unité et à moins que 1,00 \$ l'unité;
- 50 000 unités ou moins d'un titre se négociant à moins de 0,10 \$ l'unité.

La règle a pour objectif de garantir que les ordres clients soient diffusés au marché. La diffusion de ces ordres clients contribue au fonctionnement du mécanisme d'établissement des cours afin de fixer le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* utilisé dans diverses dispositions aux termes des RUIM, notamment en ce qui a trait à l'obligation d'accorder le meilleur cours.

Les objectifs sur le plan de la politique qui sous-tendent la Règle 6.3 ne sont pas respectés si l'ordre client est saisi sur un marché qui ne fournit pas de renseignements quant à l'ordre à un fournisseur d'information en vue d'inclusion dans un affichage consolidé du marché. Avec prise d'effet le 9 mars 2007, la Règle 6.3 a été modifiée afin d'exiger la saisie d'un ordre client qui est assujéti aux exigences en matière de diffusion de cette règle sur un marché divulguant des renseignements quant aux ordres dans un affichage consolidé du marché.

De l'avis de SRM, les ordres clients qui sont acheminés à un marché, à une installation ou à une fonction non transparent afin d'établir s'il existe de la liquidité sur ce marché, sur cette installation ou sur cette fonction moyennant des cours qui sont identiques ou supérieurs à ceux qui sont affichés dans un affichage consolidé du marché respecteraient les exigences de la Règle 6.3 à la condition que toute tranche non exécutée de l'ordre client soit alors immédiatement saisie sur un marché qui procure de la transparence quant aux ordres.

## **2. Existe-t-il des circonstances dans lesquelles l'obligation d'accorder la « meilleure exécution » exigerait d'un participant qu'il tienne compte d'un marché, d'une installation ou d'une fonction « non transparent »?**

La Règle 5.1 des RUIM exige d'un participant qu'il fasse preuve de diligence dans le cadre de l'exécution de chaque ordre client afin d'obtenir les modalités les plus avantageuses pour le client dès que possible selon la conjoncture du marché qui existe. SRM est d'avis qu'un participant, dans le cadre de l'exécution de l'obligation qui lui incombe d'obtenir la meilleure exécution, devrait tenir compte de la liquidité possible sur des marchés qui ne procurent pas une transparence des ordres dans un affichage consolidé du marché, par exemple BlockBook et MATCH Now, si les **deux** conditions suivantes sont respectées :

- le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché ne suffit pas à exécuter intégralement l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client;
- le marché non transparent a fait preuve de l'existence d'une vraisemblance raisonnable qu'il disposera de la liquidité pour le titre déterminé.

Puisque l'accès à Liquidnet se limite à des institutions autres que des courtiers, un participant ne serait pas tenu de tenir compte de Liquidnet ou de tout autre marché auquel le participant ne pourrait pas par ailleurs, directement ou indirectement, obtenir un accès en vue de négocier en qualité de placeur pour compte.

**3. Quelle obligation d'accorder le « meilleur cours » existe si un ordre client est exécuté sur un marché non transparent moyennant un cours inférieur à un ordre affiché sur un marché transparent?**

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. De l'avis de SRM, le *meilleur cours acheteur* et le *meilleur cours vendeur* ne peuvent être établis que par renvoi à des ordres sur des marchés qui procurent une transparence préalable aux opérations. Afin qu'un participant puisse établir qu'il a déployé des « efforts raisonnables » afin d'exécuter un ordre client moyennant le meilleur cours, SRM s'attend à ce que le participant traite avec les ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un autre marché si ce marché :

- diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de placeurs pour compte;
- fournit une saisie des ordres électronique et pleinement automatisée;
- fournit un appariement des ordres et une exécution des transactions pleinement automatisées.

Parmi les marchés actuels, seuls CNQ, dont sa fonction « Pure Trading », la TSX et la BC-TSX respectent les quatre conditions. BlockBook, Liquidnet et MATCH Now sont des marchés « non transparents » qui ne diffusent pas de données quant aux ordres.

Puisque les ordres « dotés d'un meilleur cours » sont établis à partir de renseignements figurant dans un affichage consolidé du marché, un participant possède une obligation uniquement à l'égard de la tranche « visible » d'un ordre « doté d'un meilleur cours » sur un autre marché. Si un marché possède des ordres visibles mais qu'il n'est pas ouvert en vue d'une négociation au moment donné, un participant n'a pas d'obligation « d'accorder le meilleur cours » à de tels ordres. Un participant peut négocier en tout temps en tenant compte de tous les ordres visibles sur les marchés qui sont alors ouverts pour fins de négociation. Cette obligation s'applique à des installations ou fonctions spéciales de négociation d'un marché qui procèdent à des négociations avant les heures de négociation « habituelles » si les ordres dans le cadre de cette installation ou fonction spéciale sont visibles.

Puisque ni ATX ni MATCH Now ne fournissent de transparence préalable aux opérations, les RUIIM n'exigeraient pas d'un participant qu'il établisse si un ordre « doté d'un meilleur cours » existe à l'ATX ou à MATCH Now avant de procéder à une exécution sur un autre marché. Toutefois, tant ATX que MATCH Now ont été structurés afin de fournir une amélioration du cours par rapport au *meilleur cours*

*vendeur* et au *meilleur cours acheteur* au moment de l'exécution sur MATCH Now et au moment de l'« appariement » sur ATX. (Lorsqu'un « appariement » sur ATX est exécuté comme transaction à la TSX, le prix doit correspondre au *meilleur cours vendeur* ou au *meilleur cours acheteur* ou se situer entre ces deux cours.) En tant que tel, aucun ordre qui est exécuté sur MATCH Now ou qui est apparié sur TSX ne serait assujéti à une « obligation d'accorder le meilleur cours » à l'égard d'un ordre sur un autre marché.

**4. Quelles sont les obligations en matière de « priorité aux clients » qui existent si un marché, une installation ou une fonction autorise que les ordres soient répartis selon différentes priorités en vue de l'exécution?**

Dans le cas des participants qui participent à la fonction ATX de la TSX, chaque compte déterminé qui est admissible à saisir une « intention » est réparti à un GRP qui sera « incorporé au programme » de l'ATX et qui ne sera pas assujéti à des répartitions selon les opérations individuelles au cas par cas ni susceptibles de modifications par les négociateurs. Aux termes de la Règle 5.3, un participant peut être tenu de procurer de la liquidité à un ordre client reçu avant la saisie d'un ordre propre ou d'ordres non-clients moyennant le même cours que celui de l'ordre client, ou moyennant un cours inférieur à celui-ci. La « priorité aux clients » serait exigée si le participant, en fonction des renseignements connus de la ou des personnes passant ou saisissant l'ordre propre ou l'ordre non-client, ou qui leur sont raisonnablement accessibles, sait ou aurait dû savoir que l'ordre propre ou l'ordre non-client sera exécuté ou a une vraisemblance raisonnable d'être exécuté par priorité à un ordre client reçu par le participant avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client :

- à l'égard du même titre;
- moyennant le même cours ou un cours inférieur;
- dans le même sens du marché.

Si un ordre client doit être saisi sur ATX comme « intention », le client serait tenu de consentir expressément à l'obtention d'une cote GRP qui est inférieure à celles utilisées à l'égard des ordres propres ou des ordres non-clients. De l'avis de SRM, un tel consentement serait tenu d'être « éclairé », en d'autres mots, le client serait tenu de comprendre les incidences à l'égard de l'exécution de son ordre.

SRM a l'intention, dans le cadre de son examen du pupitre de négociation, de passer en revue la répartition des GRP ou de la priorité en vue de l'exécution afin de s'assurer que la priorité aux clients a été accordée ou qu'un consentement éclairé a été obtenu de la part de clients dans l'éventualité où un client s'est vu attribuer un GRP inférieur ou une priorité inférieure en vue de l'exécution que ceux qui sont utilisés à l'égard des comptes propres ou des comptes non-clients.

**5. Si un marché, une installation ou une fonction permet que des ordres se voient attribuer des priorités différentes en vue de l'exécution, tous les ordres clients doivent-ils se voir répartir le même niveau de priorité?**

Les règles quant à la priorité aux clients aux termes des RUIM n'écartent pas la possibilité que des GRP différents ou qu'une priorité différente en vue de l'exécution soient attribués à divers groupes de clients. Toutefois, ainsi qu'il a été observé ci-dessus, l'on s'attend d'un client qui se voit attribuer un GRP inférieur ou une priorité inférieure en vue de l'exécution qu'il ait donné un consentement éclairé à l'égard de cette répartition. Dans le cadre de son examen du pupitre de négociation, SRM aurait l'intention d'examiner les éléments de preuve du consentement éclairé dans l'éventualité où un client se voit attribuer un GRP ou une priorité en vue de l'exécution qui est inférieur à ceux qui sont accordés à d'autres clients. Dans tous les cas, le participant demeure assujéti à la Règle 5.1 pour ce qui est de son obligation d'obtenir la « meilleure exécution » à l'égard de chaque ordre client.

**6. Une « intention » saisie à l'ATX est-elle présumée constituer un « ordre » aux fins des RUIM?**

Même si les Règles de la TSX font mention d'« intentions actives » et d'« intentions passives » saisies dans la fonction ATX (principalement afin d'éviter la confusion à l'égard d'ordres saisis dans le registre central des ordres à cours limité de la TSX), ces « intentions » constituent une indication ferme d'une volonté de faire l'acquisition ou la vente d'un titre qui peut être exécuté. En tant que telle, une « intention » saisie dans la fonction ATX est présumée constituer un « ordre » aux fins du Règlement sur le fonctionnement du marché et des RUIM (et un ordre client saisi sur ATX comme « intention » sera surveillé par SRM et assujéti à un examen dans le cadre d'un examen du pupitre de négociation entrepris par SRM à l'égard d'un participant).

Néanmoins, ATX est une « fonction d'appariement » plutôt qu'un marché. Tout appariement d'un ordre ou d'une intention active avec une intention passive dans l'ATX ne constitue pas une transaction. L'appariement ne devient une transaction que lorsqu'il est exécuté dans le moteur de négociation de la TSX. En tant que tel, le point critique dans le temps aux fins de l'application de certaines dispositions des RUIM se rapportant aux « transactions » tombe au moment de l'exécution de la transaction dans le registre central des ordres à cours limité de la TSX.

## 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<sup>e</sup> 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