

Avis relatif à l'intégrité du marché

Orientation

16 mai 2008

N° 2008-010

Acheminement suggéré

- Négociation
- Affaires juridiques et Conformité

RESPECT DE L'OBLIGATION D'OBTENIR LE « MEILLEUR COURS »

Sujets principaux

- Meilleure exécution
- Obligation d'obtenir le meilleur cours
- « Offre d'achat de contournement »
- Ordre client
- Applications sur des marchés
- Principes d'équité dans le commerce
- Notification d'alertes quant à des transactions hors cours
- « Offre de vente de contournement »
- Avis d'alerte quant à une violation éventuelle (AAVÉ)

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur les attentes qu'a Services de réglementation du marché inc. concernant le respect de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » dans un contexte de multiples *marchés protégés*. La présente orientation tient compte de l'adoption des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché telles qu'énoncées dans les Avis suivants :

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (16 mai 2008);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours »* (16 mai 2008).

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché abroge et remplace, avec prise d'effet le 16 mai 2008, l'orientation se rapportant à la Règle 5.2 contenue dans les Avis suivants :

- ***Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-021 – Orientation – Attentes concernant les obligations d'accorder le « meilleur cours »*** (24 octobre 2007).
- ***Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 – Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés*** (10 août 2007);
- ***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 2006-017 – Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés*** (1^{er} septembre 2006).

Renvois aux dispositions des RUIIM

- Règle 2.1 – Principes d'équité
- Règle 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleurs cours
- Règle 5.2 – Meilleur cours
- Règle 7.1 – Obligations de supervision de la négociation

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 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 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 2007-015
– *Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés* (10 août 2007)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-021
– *Orientation – Attentes concernant l'obligation d'accorder le « meilleur cours »* (24 octobre 2007)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008
– *Approbaton de modifications – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (16 mai 2008)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009
– *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours »* (16 mai 2008)

RESPECT DE L'OBLIGATION D'OBTENIR LE « MEILLEUR COURS »

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur les attentes qu'a Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») concernant le respect de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » dans un contexte de multiples *marchés protégés*. La présente orientation tient compte de l'adoption des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») telles qu'énoncées dans les Avis suivants :

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (16 mai 2008);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleurs cours »* (16 mai 2008).

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché abroge et remplace, avec prise d'effet le 16 mai 2008, l'orientation se rapportant à la Règle 5.2 contenue dans les Avis suivants :

- ***Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-021 – Orientation – Attentes concernant les obligations d'accorder le « meilleur cours » (24 octobre 2007).***
- ***Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 – Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés (10 août 2007);***
- ***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 2006-017 – Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés (1^{er} septembre 2006).***

Orientation révisée

Modifications à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours »

Simultanément au présent Avis relatif à l'intégrité du marché, SRM a publié un avis de certaines modifications apportées aux RUIM qui prennent effet à compter du 16 mai 2008 et qui modifient l'obligation d'obtenir le « meilleur cours ». Il y a lieu de consulter les Avis relatifs à l'intégrité du marché suivants qui renferment des détails des modifications, ainsi que certaines orientations sur l'interprétation et l'application des modifications :

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (16 mai 2008) (les « modifications relatives aux transactions « hors marché » »);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours »* (16 mai 2008) (les « modifications intermédiaires »).

SRM considère que ces modifications sont « intermédiaires » étant donné que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») élaborent une propositions sur les transactions

hors cours.¹ Selon la teneur définitive que prendra ce régime d'interdiction de procéder à des transactions hors cours, des modifications aux fins d'harmonisation pourraient s'avérer nécessaires aux RUIM, particulièrement à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 telle que modifiée par les modifications intermédiaires. SRM s'attend à ce que les modifications intermédiaires soient en vigueur à compter du 16 mai 2008 jusqu'à ce que des modifications mettant en œuvre la teneur définitive du régime d'interdiction de procéder à des transactions hors cours des ACVM prennent effet.

L'ensemble de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-021 – *Orientation* – *Attentes concernant l'obligation d'accorder le « meilleur cours »* (24 octobre 2007) est abrogé et remplacé par ce qui suit :

Questions et réponses

Le texte qui suit donne une liste des questions concernant les attentes qu'a SRM au sujet du respect, par un *participant*, des obligations « d'obtenir le meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 des RUIM en conséquence du lancement de nouveaux *marchés protégés* :

1. *Un participant respecte-t-il son obligation « d'obtenir le meilleur cours » si la décision de négociation est fondée sur des renseignements qu'a vus le participant?*

SRM reconnaît qu'il existera des délais différents dans le cadre de la fourniture de renseignements parmi les divers fournisseurs d'information, fournisseurs de services et des systèmes internes du *participant*. La norme de conduite à respecter dans le cadre de l'obligation d'obtenir le meilleur cours est « propre » à chaque *participant*.

Pour une analyse de l'obligation incombant à un *participant* de tenir compte de renseignements provenant d'un *marché protégé* déterminé, il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleurs cours »* (16 mai 2008).

2. *SRM considère-t-elle qu'il s'est produit une « transaction hors cours » si l'affichage du marché change après la saisie d'un ordre par un participant?*

Non. L'obligation « d'obtenir le meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 est fondée sur le déploiement, par le *participant*, d'« efforts raisonnables ». Dans des « conditions de course contre la montre », un *participant* qui saisit un ordre en fonction des renseignements disponibles au moment de la saisie de l'ordre se conformera à la Règle 5.2.

¹ Veuillez 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).

3. Quelles communications dois-je recevoir de la part de SRM concernant des alertes quant à des transactions hors cours après le 16 mai 2008?

De façon régulière depuis le lancement de la négociation par enchères en continu sur Pure Trading en septembre 2007, SRM a diffusé des « notifications d'alertes quant à des transactions hors cours » aux *participants* afin d'aider les maisons de courtage dans les efforts qu'elles déploient en vue d'assurer la conformité à l'obligation d'obtenir le « meilleurs cours ». À compter du 16 mai 2008, SRM ne fournira plus de notifications d'alertes quant à des transactions hors cours. Toutefois, SRM continuera à assurer une surveillance en vue de dépister des transactions hors cours et il se peut qu'elle publie un avis d'alerte quant à une violation éventuelle (« AAVÉ ») si les faits entourant le « contournement » d'ordres dotés d'un meilleur cours le justifient.

4. Quelles attentes SRM a-t-elle concernant la surveillance et les contrôles à effectuer de la part d'un participant en vue d'assurer la conformité à l'obligation « d'obtenir le meilleur cours »?

Compte tenu du lancement de la négociation sur le marché d'enchères en continu visant les mêmes titres sur plusieurs *marchés protégés*, chaque *participant* doit passer en revue et mettre à jour les politiques et procédures adoptées aux termes de la Règle 7.1 des RUIM afin de s'assurer de la conformité à l'obligation « d'obtenir le meilleur cours ». SRM s'attend également à ce que les procédures en matière de conformité adoptées par un *participant* soient passées en revue afin de s'assurer qu'il existe des contrôles convenables en vue de garantir la conformité aux obligations « d'obtenir le meilleur cours », particulièrement à l'égard de toute partie du flux d'ordres du *participant* qui n'a pas été traitée au moyen d'un mécanisme d'acheminement intelligent des ordres ou d'une autre solution automatisée.

SRM s'attend à ce que chaque *participant* mette périodiquement à l'épreuve toute solution automatisée afin de vérifier que la « solution » demeure efficace à l'égard du genre d'activités menées par le *participant*. SRM s'attend à ce que ces contrôles soient effectués, que la solution automatisée ait été élaborée par le *participant* ou fournie par un fournisseur de services tiers. Les résultats de ces contrôles doivent être conservés par le *participant* et SRM s'attend à être en mesure d'examiner les résultats de ces contrôles au cours des examens du pupitre de négociation que mène SRM et qui sont prévus selon l'échéancier régulier.

5. Quelles obligations incombent à un participant qui fait une « offre d'achat de contournement » ou une « offre de vente de contournement » à l'égard d'un ordre contenu dans un affichage consolidé du marché?

Si un participant procède activement à une « offre d'achat de contournement » ou une « offre de vente de contournement » sur un marché déterminé à l'égard des cours indiqués dans un affichage consolidé du marché sur un autre marché, cette

action donne lieu à des « marchés croisés » où l'offre d'achat sur un marché est plus élevée que l'offre de vente sur un autre marché. Une « offre d'achat de contournement » se produit lorsqu'un ordre d'achat est enregistré sur un marché moyennant un cours qui est supérieur à une offre de vente à l'égard de ce titre affiché sur un autre *marché protégé*. Une « offre de vente de contournement » se produit lorsqu'un ordre de vente est enregistré sur un marché moyennant un cours qui est inférieur à l'offre d'achat visant ce titre affichée sur un autre *marché protégé*.

De l'avis de SRM, un *participant* qui effectue délibérément des « offres d'achat de contournement » ou des « offres de vente de contournement » sur un autre marché viole les exigences aux termes des RUIIM, notamment aux termes de la Règle 2.1 qui exige de faire preuve de transparence et de loyauté et, en conséquence, doit faire preuve d'équité dans le commerce. En outre, si le *participant* saisit un ordre client alors qu'il fait une « offre d'achat de contournement » ou une « offre de vente de contournement », il se peut que le *participant* soit en violation des exigences d'obtenir la « meilleure exécution » aux termes de la Règle 5.1 qui exige qu'il fasse preuve de diligence en obtenant l'exécution de l'ordre client selon les modalités les plus avantageuses pour le client, et ce, dès que possible.

6. Un participant qui exécute une « transaction hors cours » dans le cadre du traitement d'un ordre client peut-il rectifier le problème en améliorant le cours payable au client ou par le client?

Non. L'obligation « d'obtenir le meilleur cours » est une obligation que chaque *participant* doit envers le marché en général plutôt qu'au client donné. Même si un *participant* qui exécute une transaction hors cours dans le cadre du traitement d'un ordre client peut ne pas avoir obtenu la « meilleure exécution » à l'égard de cet ordre client et peut, en conséquence, être tenu de rajuster le cours de la transaction au profit du client, l'obligation « d'obtenir le meilleur cours » exige que le *participant*, simultanément à l'exécution de la transactions hors cours ou immédiatement par la suite, saisisse des ordres sur un autre marché d'un volume suffisant et moyennant un cours qui combleront le volume des ordres dotés d'un meilleur cours sur cet autre marché, lesquels ordres sont visibles au moment de l'exécution de la transaction hors cours.

7. Comment un participant saura-t-il si un titre déterminé se négocie sur plus d'un marché?

L'obligation incombe à chaque *participant* de surveiller les marchés afin d'établir quels titres sont admissibles à la négociation sur chaque marché. SRM a observé que plusieurs des transactions hors cours éventuelles ont été exécutées pendant la période qui suit immédiatement l'admissibilité du titre aux fins de négociation sur un *marché protégé* supplémentaire.

Les questions 5, 8, 9 et 12 figurant dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 – Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés sont abrogées et remplacées par les suivantes :

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 protégé* au moment de l'exécution, par le *participant*, moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un *marché organisé réglementé étranger*. Un *participant* sera jugé avoir déployé des « efforts raisonnables » s'il saisit un ordre sur un *marché protégé* 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 protégé* qui sont visibles au moment de la transaction sur le marché déterminé.

L'hypothèse et le tableau qui suivent fournissent 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 et que chacun des marchés est admissible en qualité de « marché protégé ».*²

Marché	Taille non déclarée de l'offre de vente	Taille déclarée de l'offre de vente	Cours vendeur	Cours acheteur	Taille déclarée 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);*

² Pour une analyse de la définition d'un *marché protégé*, veuillez consulter la rubrique intitulée « Définition d'un *marché protégé* » aux pages 11 et 12 de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (9 mai 2009).

- *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 » déclarés dans l'*affichage consolidé du marché*. La Règle 5.2 des RUIM 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 d'acquitter de son obligation de déplacer le marché constituerait une *vente à découvert*, le *participant* peut être tenu de saisir l'ordre comme « 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'obtenir le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 ne sont 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, le volume n'était pas « visible » dans l'*affichage consolidé du marché* et, par conséquent, le *participant* n'aurait aucune obligation d'obtenir le « meilleur cours » à ce volume non déclaré.

Illustration n° 4 : Même scénario que ci-dessus, toutefois l'offre d'achat doté 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'obtenir le meilleur cours qui lui incombent s'il saisit des ordres sur un *marché protégé* 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.

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'obtenir le « meilleur cours » qui lui incombe?

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 d'ordres « hors des circuits habituels », 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'obtenir la meilleure exécution aux termes de la Règle 5.1 des RUIM.

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?

SRM est d'avis qu'un *participant* sera jugé avoir déployé des efforts raisonnables s'il saisit des ordres sur un autre *marché protégé* 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 protégé* 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 saisir un ordre même s'il se peut qu'il se négocie avec un ou plusieurs différents ordres que ce qu'il avait prévu, ou qu'il ne se négocie pas du tout. Le volume de l'ordre qui doit être saisi est établi uniquement par 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 protégé* 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 ne se négocie qu'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.

Les modifications relatives aux transactions « hors marché » ont mis en œuvre l'exigence relative à un identificateur à l'égard d'un *ordre de contournement* et ce, afin de faciliter le respect des obligations envers l'ordre faisant partie du *volume déclaré*. Cet identificateur sera mis en œuvre à une date future que fixera le conseil d'administration de SRM. Au moment de sa mise en œuvre, l'identificateur relatif à un *ordre de contournement* permettra que des ordres soient saisis sur un *marché protégé* aux fins de respecter l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » et de « contourner » certains types d'ordres, notamment le volume non déclaré d'un ordre iceberg, les *ordres assortis de conditions spéciales* et d'autres types d'ordres hors des circuits habituels.³

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 RUIIM exige d'un *participant* qu'il déploie des efforts raisonnables au moment de l'exécution d'un ordre afin de s'assurer que l'ordre est exécuté moyennant le meilleur cours disponible. En conséquence des modifications intermédiaires, les frais d'opérations et les autres frais (y compris les frais d'accès, les frais de traitement de l'opération et les frais de règlement) associés à l'exécution d'une transaction sur un marché ont été abrogés comme l'un des facteurs à prendre en ligne de compte afin d'établir si un *participant* se conforme à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours ». Les frais d'opérations **ne** peuvent **plus** être pris en compte afin d'établir si un *participant* a déployé des « efforts raisonnables ».

Pour l'heure, un marché est autorisé à établir des frais d'accès à son marché sans limites. Même si les 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*

³ Se reporter à la rubrique intitulée « Définition du *volume déclaré* » aux pages 9 et 10 de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (16 mai 2008).

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 analyse 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. Aux termes des propositions concernant la « meilleure exécution » le coût global de l'opération constituera l'un des facteurs qu'un *participant* sera en mesure de prendre en compte afin de se conformer à l'obligation de « meilleure exécution ».

Les questions 5, 7 et 9 figurant dans 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) sont abrogées et remplacées par les suivantes :

5. Comment devrait-on traiter un ordre « immédiatement négociable » d'un client si tous les marchés ne sont pas ouverts au moment de la réception de l'ordre?

Les heures de négociation des enchères en continu des bourses au Canada ont traditionnellement été entre 9 h 30 et 16 h. Certains des marchés débutent leur séance plus tôt ou ferment plus tard que ces heures de négociation traditionnelles. SRM s'attend d'un *participant* qu'il adopte des politiques et procédures à l'égard du traitement d'ordres « au mieux » et autres ordres « immédiatement négociables » qui sont reçus à l'extérieur des heures de négociation traditionnelles. SRM s'attend également à ce qu'un *participant* informe ses clients de cette politique et de ses incidences. SRM est d'avis que l'adoption d'une telle politique réduira la confusion vraisemblable qu'éprouveront les clients concernant le moment et le lieu de négociation éventuelle d'ordres « au mieux » et autres ordres immédiatement négociables. Toute politique adoptée par un *participant* doit être compatible avec les obligations de « meilleure exécution » envers le client qui lui incombent en vertu de la Règle 5.1.

Le mode de traitement par un *participant* d'un ordre client immédiatement négociable qui est reçu à l'extérieur des heures de négociation traditionnelles dépendra de la politique adoptée par le *participant* telle qu'elle a été communiquée à ses clients. Par exemple, la politique peut prévoir qu'un *participant* qui reçoit un ordre au mieux après 16 h et avant 9 h 30 le jour de bourse suivant peut examiner les possibilités de négociation sur tout marché visible qui est alors ouvert aux fins de négociation; sinon, le *participant* peut « retenir » l'ordre jusqu'à ce que tous les marchés ou le marché principal soient ouverts aux fins de négociation.

Nonobstant toute politique adoptée par un *participant*, la Règle 6.3 portant sur la diffusion des ordres clients prévoit qu'un *participant* est en mesure de s'abstenir de saisir un ordre client visant l'achat ou la vente de 50 *unités de négociation* ou moins si le *participant* « établi[t] en fonction des conditions du marché, que la saisie de l'ordre ne serait pas dans l'intérêt du client ». Si le participant retient les ordres dans de telles circonstances, il garantit que le client bénéficiera d'un cours au moins aussi

élevé que celui que le client aurait reçu si l'ordre client avait été exécuté dès la réception par le *participant* ou moyennant un meilleur cours si l'ordre client est exécuté contre un ordre propre ou un ordre non-client.

7. Un participant, afin de respecter son obligation d'obtenir le « meilleur cours » dans le cadre du traitement d'un ordre client, est-il obligé de tenir compte d'ordres visibles sur un marché protégé qui n'est pas alors ouvert en vue d'une négociation?

En vertu de la Règle 5.2, un *participant* doit déployer des efforts raisonnables afin de s'assurer qu'un ordre client est exécuté moyennant le « meilleur cours ». Si un marché affiche des ordres dans l'*affichage consolidé du marché* mais que ce marché n'est pas ouvert en vue de la négociation à ce moment donné, un *participant* n'est pas tenu de tenir compte de ces ordres dans l'évaluation de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » qui lui incombe. Un *participant* n'est obligé de tenir compte que des ordres visibles sur des marchés qui sont alors ouverts en vue d'une négociation. L'obligation d'obtenir le « meilleur cours » s'applique aux ordres visibles saisis dans le cadre d'installations ou de fonctions de négociation spéciales d'un *marché protégé* qui procède à des négociations avant ou après ses heures de négociation « habituelles ».

Pour une analyse des autres circonstances selon lesquelles un *participant* n'est pas obligé de tenir compte d'ordres visibles sur un *marché protégé*, il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleurs cours »* (16 mai 2008).

9. Quelle obligation d'obtenir un « meilleur cours » incombe à un participant à l'égard d'ordres saisis sur un marché déterminé par un client ayant un « accès direct au marché »?

Si un *participant* a fourni un accès direct au marché à un client à l'égard de la saisie d'ordres sur un marché déterminé, le *participant* a l'obligation de combler tous ordres dotés d'un meilleur cours sur un *marché protégé* à l'égard duquel une obligation existe aux termes de la Règle 5.2. Pour une analyse des ordres des marchés à l'égard desquels il existe une obligation en vertu de la Règle 5.2, il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours »* (16 mai 2008).

Si, par l'entremise d'un « mécanisme d'acheminement des ordres intelligents », un *participant* achemine des ordres provenant d'un client ayant un accès direct au marché, le *participant* doit s'assurer que le client a le droit d'avoir accès direct au marché à l'égard de tout marché vers lequel le mécanisme d'acheminement des ordres intelligent peut transmettre l'ordre.

La partie l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés (1^{er} septembre 2006) sous la rubrique intitulée « Règle 5.2 – Obligation d'accorder le meilleur cours » est abrogée. Pour une analyse de l'application de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » à des titres se négociant sur plusieurs marchés, il y a lieu de consulter les rubriques intitulées « Contexte des modifications intermédiaires » et « Description des modifications intermédiaires » figurant dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours »* (16 mai 2008).

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 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