7.

Bourses, chambres de compensation et organismes d'autoréglementation

7.1 Avis et communiqués
7.2 Réglementation de l'Autorité
7.3 Réglementation des bourses, des chambres de compensation et des OAR
7.4 Autres consultations
7.5 Autres décisions

7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

Avis 21-306 du personnel des ACVM

Avis de dépôt de l'annexe 21-101A5, *Rapport initial sur le fonctionnement de l'agence de traitement de l'information*

I. INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient le présent avis en vue de solliciter des commentaires des participants au marché sur les candidatures des entités souhaitant exercer l'activité d'agence de traitement de l'information, dont le résumé est joint à l'**Annexe A**, et sur un certain nombre de questions précises.

II. HISTORIQUE

1. Transparence

Le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (le « Règlement 21-101 ») impose aux marchés, aux courtiers et aux intermédiaires entre courtiers sur obligations des règles de transparence relativement aux titres cotés et aux titres à revenu fixe. La transparence facilite le processus de formation des cours et la conformité aux obligations réglementaires, comme la meilleure exécution et la vente à découvert. La transparence favorise également la concurrence entre les marchés en facilitant l'accès pour les participants au marché aux renseignements concernant les titres négociés.

En vertu de la partie 7 du Règlement 21-101, le marché qui affiche des ordres portant sur des titres cotés fournit à une agence de traitement de l'information des informations sur ces ordres ou, en l'absence d'une telle agence, à un fournisseur d'information. Selon la partie 8, le marché qui affiche des ordres portant sur des titres d'emprunt privés[1] fournit à une agence de traitement de l'information des informations sur ces ordres. En outre, les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers exécutant des opérations sur des titres d'emprunt privés doivent fournir à une agence de traitement de l'information des informations sur les opérations ou, en l'absence d'une telle agence, à un fournisseur d'information. Les informations détaillées à fournir à l'agence de traitement de l'information figurent à la partie 10 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (l'« Instruction générale 21-101 »).

À l'heure actuelle, CanPX Inc. (« CanPX ») est l'agence de traitement de l'information approuvée sur les titres d'emprunt privés. Il n'existe actuellement aucune agence de traitement de l'information sur les titres de participation. L'information sur les ordres et les opérations est toutefois transmise aux fournisseurs d'information.

2. Obligations réglementaires, pluralité des marchés et consolidation des informations

---

[1] La partie 8 du Règlement 21-101 établit également des règles de transparence applicables aux titres d'emprunt publics; toutefois, leur mise en application a été reportée au 31 décembre 2011.

En 1999, nous avons proposé la création d'un consolidateur de données avec l'introduction des textes sur les SNP.[2] Toutefois, nous partagions les vues du comité sectoriel chargé d'examiner la consolidation des données et l'intégration des marchés[3] des titres de participation, qui estimait que le marché pourrait de lui-même arriver à une solution pour la consolidation des données et avons supprimé les obligations relatives à la consolidation des données et à l'intégration des marchés.[4] Le comité a également exprimé son point de vue sur l'intégration des marchés.

Le 14 juillet 2006, nous avons proposé plusieurs modifications[5] aux textes sur les SNP ainsi qu'à leurs instructions générales (ensemble, les « projets de modification »). L'une d'entre elles[6], qui a été adoptée depuis, clarifiait nos attentes sur l'obligation de meilleure exécution : les courtiers doivent prendre en considération non seulement l'information provenant des marchés sur lesquels ils sont des participants mais aussi l'information sur les ordres provenant de tous les marchés sur lesquels le titre concerné se négocie, selon le cas. Les commentaires reçus donnaient à entendre que l'intégrateur de marchés ou le consolidateur de données/l'agence de traitement de l'information faciliterait le respect de ces obligations. Même si nous n'estimions pas que l'intégration des marchés ou la consolidation des données soit nécessaire pour permettre aux courtiers de respecter l'obligation de meilleure exécution, nous avons convenu que l'existence d'une agence de traitement de l'information[7] qui fournit des données consolidées pourrait constituer un outil efficace pour respecter cette obligation, et les autres obligations réglementaires. En fait, l'agence de traitement de l'information garantirait la disponibilité d'une source de données consolidées répondant aux normes réglementaires et que les utilisateurs, notamment les courtiers, pourraient utiliser à leur gré pour démontrer qu'ils s'acquittent de leur obligation de meilleure exécution. L'existence d'une agence de traitement de l'information n'empêcherait pas les participants au marché d'utiliser des données provenant d'autres sources d'information, tels les fournisseurs de données, ou d'obtenir des listes de données directement auprès des marchés.

Comme il est indiqué ci-dessus, la consolidation des données a pour objet de faciliter le processus de formation des cours et la conformité à la réglementation dans un contexte de pluralité des marchés. Elle permet aux participants au marché de consulter une seule source pour obtenir le cours d'un titre et les opérations réalisées sur celui-ci et leur fournit, de même qu'aux autorités de réglementation, un cours de référence pour évaluer le respect de certaines obligations réglementaires comme l'obligation de meilleure exécution, de vente à découvert et d'exécution au « meilleur prix », particulièrement dans un contexte de pluralité des marchés. Une agence de traitement de l'information garantirait l'existence d'une source centrale de données consolidées, stable et conforme aux normes approuvées par les autorités de réglementation.

---

2 Le Règlement 21-101 et le Règlement 23-101 sur les règles de négociation constituent les textes sur les SNP. Ils ont été publiés pour la première fois dans le Bulletin de la CVMQ, Vol. XXX n° 34, 27 août 1999, Annexe F. Un exposé concernant le « plan de consolidation » s'y trouve.

3 L'intégration des marchés permet à un acheteur ou à un vendeur de titres d'avoir accès aux ordres d'un autre marché, qu'il soit participant à ce marché ou non. Se reporter au Bulletin de la CVMQ, Vol. XXX n° 34, 27 août 1999, Annexe F pour obtenir une description détaillée de l'intégration des marchés.

4 Se reporter au rapport du comité sectoriel figurant dans le Bulletin de la CVMQ, Vol. XXXIV, n° 27, 11 juillet 2003, supplément 1.

5 Les projets de modification ont été publiés au Québec dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 3, n° 28, 14 juillet 2006, Supplément.

6 Ces modifications ont été mises en œuvre par la suite dans le paragraphe 8 de l'article 4.8 de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation.

7 L'agence de traitement de l'information est définie comme étant une société qui reçoit et fournit des informations conformément au Règlement 21-101 et qui a déposé le formulaire prévu à l'Annexe 21-101A5.

Pour ces motifs, nous avons invité les parties souhaitant exercer l'activité d'agence de traitement de l'information à poser leur candidature et avons publié un avis distinct à cet égard.[8] Nous avons reçu six candidatures :

Bourse de Montréal (MX) pour les titres à revenu fixe et les titres de participation;

- CanPX pour les titres à revenu fixe;
- CDS inc. pour les titres à revenu fixe et les titres de participation;
- Gmarkets Inc. (Gmarkets) pour les titres à revenu fixe;
- TSX Inc. (TSX) en collaboration avec CanDeal.ca Inc. (CanDeal) pour les titres à revenu fixe;
- TSX pour les titres de participation.

Le 27 octobre 2006, nous avons prolongé du 31 décembre 2006 au 31 décembre 2007 l'approbation de CanPX comme agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunt privés, de sorte à prévoir une période suffisante pour assurer la transition pour les participants au marché vers une nouvelle agence de traitement de l'information, si une autre entité devait être désignée pour remplir ce rôle.[9]

III. CRITÈRES ET ÉVALUATION DES DEMANDES

1. Critères

Nous examinerons, conformément à l'article 16.2 de l'Instruction générale 21-101, le formulaire prévu à l'Annexe 21-101A5 pour déterminer s'il est contraire à l'intérêt public que le déposant joue le rôle d'agence de traitement de l'information. Dans l'évaluation des candidatures, nous considérons divers facteurs objectifs. Plus précisément, nous cherchons une entité viable sur le plan financier qui répond aux critères suivants :

a. *Organisation et gouvernance* – le candidat dispose d'une équipe de direction solide et d'un conseil d'administration composé de membres indépendants, si possible; il bénéficie d'un nombre suffisant d'employés qui allient des connaissances et des compétences adéquates dans le secteur pour exercer l'activité d'agence de traitement de l'information; s'il est confronté à des conflits d'intérêts inhérents, tels ceux associés à la collecte, au traitement et à la distribution de données fournies par des concurrents, il dispose des procédures pour les gérer.

b. *Systèmes*

- Développement et mise en œuvre – les employés chargés de développer et de mettre en œuvre le système nécessaire au rôle d'agence de traitement de l'information possèdent les compétences techniques adéquates; le délai requis pour lancer le système, s'il n'est pas déjà opérationnel, est

---

[8] Avis 21-304 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Demande de dépôt de l'Annexe 21-101A5, Rapport initial sur le fonctionnement de l'agence de traitement de l'information aux agences de traitement de l'information intéressées* (Demande de dépôt de l'Annexe 21-101A5), publié au Québec dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 3, n° 28, 14 juillet 2006, Supplément.

[9] Avis 21-305 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Prolongation de l'approbation de l'agence de traitement de l'information sur les titres privés à revenu fixe*, publié au Québec dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 3, n° 43, 27 octobre 2006.

raisonnable et la connectivité est simple en ce qui a trait aux normes, aux coûts et aux délais; en outre, le système est doté d'une unité centrale, d'un rendement et d'une capacité de réseau adéquats, d'un plan d'essai approprié qui comprend des tests avec charge élevée, ainsi que de contrats avec des clients et d'ententes de niveaux de service appropriés.

- Exploitation et intégrité des données – il possède ou peut développer un système doté d'une redondance matérielle, logicielle et de réseau, d'une sécurité matérielle et logique, d'activités de service à la clientèle et de processus de validation des données appropriés; il adopte des procédures de sauvegarde et un plan de reprise après sinistre pertinents qui assure le rétablissement de l'alimentation dans un délai raisonnable advenant un sinistre d'importance; une priorité adéquate est accordée à la résolution de problèmes et à la gestion des modifications, lesquelles sont prises en charge par des employés possédant les compétences voulues.

c. *Engagement en matière de transparence*

- Titres à revenu fixe – le candidat s'engage à recevoir des listes de données sur le détail des opérations pour les titres privés désignés déclarées par les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers conformément aux obligations du Règlement 21-101 et de l'Instruction générale 21-101,[10] et à fournir une liste de données consolidées de ces informations, comme l'exige le Règlement 21-101; en outre, ses critères et processus pour choisir les titres privés à revenu fixe désignés sont adéquats, opportuns et transparents.

- Titres de participation – il s'engage à recevoir des listes de données concernant les ordres et les opérations sur des titres cotés déclarés par les marchés, conformément aux obligations prévues dans le Règlement 21-101, renfermant, à tout le moins, des informations comme le marché, le moment de la saisie, le cours, le volume et les identificateurs appropriés; il peut fournir une liste consolidée des cours acheteur et vendeur ainsi que les informations sur les opérations qui lui ont été communiquées.

b. *Frais et partage des produits* – le candidat a une structure de frais et un régime de partage des produits concurrentiels et, s'il y a partage des produits avec les personnes qui fournissent des données, la répartition est équitable.

Le résumé des candidatures reçues figurant à l'**Annexe A** joint au présent avis est présenté selon les quatre critères généraux susmentionnés.[11]

2. Questions en vue de la consultation

Outre les soumissions écrites relatives au résumé des candidatures figurant à l'**Annexe A,** nous souhaitons obtenir des commentaires sur un certain nombre de sujets, comme il est décrit ci-après.

a. *Généralités*

---

[10] Selon le paragraphe 3 de l'article 10.1 de l'Instruction générale 21-101, les marchés sur lesquels des titres d'emprunt privés sont négociés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers négociant de tels titres hors marché doivent fournir, dans un délai d'une heure après l'opération, le détail des opérations effectuées sur les titres d'emprunt privés désignés par l'agence de traitement de l'information, notamment le type de contrepartie, l'émetteur, le type de titre, la catégorie, la série, le coupon et l'échéance du titre, le cours et l'heure de l'opération et, sous réserve de certains plafonds concernant le volume, le volume négocié.

[11] À noter que le résumé n'inclut pas les renseignements exclusifs et commerciaux fournis par les candidats.

Nous souhaitons obtenir des commentaires sur les propositions reçues ainsi que sur les critères retenus aux fins de l'évaluation.

Question 1 :

Quels sont les avantages et les inconvénients rattachés à chaque proposition résumée à l'Annexe A?

Question 2 :

Les critères utilisés dans l'évaluation des demandes sont-ils adéquats? Dans le processus d'évaluation des demandes, les ACVM devraient-elles tenir compte d'autres facteurs?

b. Liste ou affichage

Nous nous sommes demandé, notamment, si une agence de traitement de l'information devait diffuser un affichage de données uniforme qui offrirait à tous les participants au marché les mêmes informations consolidées et ce, de la même façon. Toutefois, des discussions engagées avec des représentants du marché ont indiqué qu'il serait possible de mieux répondre aux besoins particuliers des participants au marché si l'agence de traitement de l'information diffusait des listes de données que les utilisateurs pourraient obtenir de l'agence de traitement de l'information ou par l'intermédiaire de fournisseurs d'informations, et qui pourraient être personnalisées.

Question 3 :

Une agence de traitement de l'information devrait-elle être tenue de créer et de diffuser un affichage de données uniforme et consolidé? Ou encore, l'agence de traitement de l'information devrait-elle diffuser une liste de données consolidées à laquelle peuvent accéder les participants au marché en vue de l'adapter à leurs besoins?

c. Pluralité des agences de traitement de l'information

Bien que le Règlement 21-101 prévoie le processus permettant de devenir une agence de traitement de l'information et que l'Instruction générale 21-101 précise que les ACVM doivent juger s'il est contraire à l'intérêt public qu'un déposant joue le rôle d'agence de traitement de l'information, nous remarquons que tant que les critères établis sont respectés, il n'existe aucune restriction quant au nombre d'entités pouvant jouer le rôle d'agence de traitement de l'information. En outre, dans l'Avis 21-304 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Demande de dépôt de l'Annexe 21-101A5*, nous reconnaissons qu'une entité peut poser sa candidature pour devenir l'agence de traitement de l'information sur les titres à revenu fixe, sur les titres de participation ou sur les deux types de titres.

Nous reconnaissons les synergies et les avantages associés à une agence de traitement de l'information unique, tant en ce qui a trait aux économies de coûts qu'à la facilité de connectivité. De surcroît, une agence de traitement de l'information unique garantirait la disponibilité d'une seule source d'informations consolidées et l'uniformité des données diffusées. Toutefois, la multiplicité des agences de traitement de l'information comporte des avantages. Par exemple, certains croient que le fait d'avoir plusieurs agences de traitement de l'information sur les marchés des titres à revenu fixe et des titres de participation répondrait mieux aux besoins distincts des participants. Certains sont aussi d'avis que la multiplicité des agences de traitement de l'information peut promouvoir la capacité concurrentielle et entraîner des efficiences sur le plan des frais et de l'exploitation.

Question 4 :

Quels sont les avantages et les inconvénients rattachés au fait d'avoir une ou plusieurs agences de traitement de l'information? Par exemple, de quelle façon chacune des solutions aurait-elle une incidence sur la capacité des participants au marché à respecter l'obligation de meilleure exécution, les obligations relatives aux transactions hors cours ou d'autres obligations? Les agences de traitement de l'information sur les marchés des titres à revenu fixe et des titres de participation devraient-elle être différentes?

COMMENTAIRES ET QUESTIONS

Nous examinons les candidatures reçues en fonction des critères susmentionnés. Sous réserve des commentaires reçus au plus tard le ***4 juin 2007***, nous comptons présenter à chaque commission une recommandation finale concernant l'agence de traitement de l'information en juillet 2007, et publier les résultats peu après.

Veuillez envoyer vos commentaires en deux exemplaires à toutes les ACVM énumérées ci-après, aux soins de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, comme suit :

Alberta Securities Commission
British Columbia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
Nova Scotia Securities Commission
Bureau d'enregistrement, Ministère de la Justice, Gouvernement du Nunavut
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Prince Edward Island Securities Office
Saskatchewan Financial Services Commission
Registraire des valeurs mobilières, Gouvernement du Yukon

À l'attention de M. John Stevenson, Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Veuillez les adresser également à l'Autorité des marchés financiers, comme suit :

Madame Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Nous vous prions de joindre une disquette renfermant vos commentaires. Puisque la législation en valeurs mobilières dans certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits au cours de la période prévue à cette fin, la confidentialité des commentaires ne peut être préservée.

Les questions peuvent être adressées à l'une des personnes suivantes :

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 poste 4358

Shaun Fluker
Alberta Securities Commission
403-297-3308

Tony Wong
British Columbia Securities Commission
604-899-6764

Doug Brown
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-0605

Randee Pavalow
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8257

Tracey Stern
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8167

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
1. CONSTITUTION ET ORGANISATION						
1. Survol	CanPX est une société fermée à but lucratif.	Gmarkets est une société fermée à but lucratif.	La demande est présentée conjointement par la TSX et CanDeal. Le mécanisme aux termes duquel TSX/CanDeal exercera les fonctions d'agence de traitement de l'information (et, ainsi, la structure de gouvernance de celle-ci) n'a pas encore été mis au point. TSX/CanDeal prévoit que la structure facilitera la participation et l'intervention des divers	La Bourse de Montréal est une société fermée à but lucratif. Elle propose deux options : 1. Les ACVM pourraient mettre sur pied une entité juridique sans but lucratif pour exercer l'activité d'agence de traitement de	La prestation des services d'agence de traitement de l'information serait assurée par CDS inc., filiale en propriété exclusive de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée.	TSX Inc. (TSX) est une société à but lucratif et une filiale en propriété exclusive du Groupe TSX inc., société ouverte.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
			participants du secteur, notamment ceux qui sont indépendants de TSX/CanDeal.	l'information, qui pourrait : conclure des contrats avec la Bourse de Montréal pour offrir le service technique par l'intermédiaire de sa division des Solutions en technologie de l'information (MX-STI); mettre sur pied des comités des politiques et techniques composés de volontaires provenant du secteur pour chaque marché (titres de participation et titres à revenu fixe) qui prendraient toutes les décisions en matière de		

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
				politiques applicables à l'agence de traitement de l'information, et celles portant sur les frais et le partage des produits. 2. La Bourse de Montréal pourrait exercer directement l'activité d'agence de traitement de l'information et constituer, à cette fin, une entité distincte dotée d'une structure indépendante.		

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
2. Conseil d'administration[1]	Le conseil d'administration de CanPX est composé de huit administrateurs, tous reliés à des courtiers ou à des intermédiaires entre courtiers sur obligations.	Le conseil d'administration est composé de trois actionnaires, dont deux sont également des administrateurs de Gmarkets. Bien que les administrateurs ne soient pas indépendants du candidat, aucun n'a de lien avec des courtiers, des intermédiaires entre courtiers sur obligations ou des marchés.	Le modèle de gouvernance du mécanisme n'a pas encore été finalisé. TSX/CanDeal prévoit faciliter la participation et l'intervention des divers participants du secteur, notamment ceux qui sont indépendants de TSX/CanDeal.	La composition du conseil sera établie lorsque la structure de gouvernance optimale pour exercer l'activité d'agence de traitement de l'information aura été déterminée par les ACVM, les fournisseurs de données et le candidat.	Le conseil de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée est composé de 15 administrateurs; à l'heure actuelle, 4 d'entre eux sont indépendants.	Le conseil d'administration de la TSX compte 14 administrateurs, dont 12 sont indépendants.

[1] Aux fins du présent résumé, le terme indépendance signifie, de façon générale, l'absence d'une relation importante directe ou indirecte avec un candidat; il y a raisonnablement lieu de croire qu'une relation importante nuit à l'indépendance du jugement d'un administrateur.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
3. Personnel clé	Un comité d'exploitation composé du président (représentant d'un courtier), d'un secrétaire-trésorier (de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM)) et d'un administrateur (un intermédiaire entre courtiers sur obligations) est chargé des activités courantes de CanPX. Quatre personnes à l'emploi de l'ACCVM sont chargées d'assurer le strict respect des	Le président et chef de la direction, le secrétaire et directeur constituent le personnel clé. En outre, un groupe de services à la clientèle est chargé de l'assurance de la qualité des données, des droits, de l'administration et des services à la clientèle de premier niveau.	Le personnel clé chargé des services de l'agence de traitement de l'information comprendra les personnes suivantes : les employés de TSX Datalinx, division sur les données du marché de la TSX; les employés des technologies de la TSX et de CanDeal; les employés de Marchés boursiers TSX, division des services de	Le personnel clé sera composé des 120 employés de MX-STI et de 5 employés du service Information de marché de la Bourse de Montréal.	Les employés choisis de CDS inc. seront chargés, notamment, de l'exploitation de l'agence de traitement de l'information. Il s'agira, notamment : du directeur général, CDS inc.; du directeur principal, CDS inc., activités (« Business »), relevant du directeur général; d'un directeur administratif, agence de	Le personnel sera au service de la TSX ou d'un membre du même groupe, et tout membre du personnel qui est au service d'un membre du même groupe sera partagé avec la TSX aux termes d'une entente de service. Les principaux membres du personnel qui participeraient à l'exploitation de l'agence de traitement de

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	exigences en matière de gouvernance et sont responsables de la comptabilité, de la gestion quotidienne de CanPX, de la surveillance du facilitateur technique, de la surveillance de la ponctualité des données communiquées au système et affichées par celui-ci et des autres fonctions courantes.		négociation de la TSX; les hauts dirigeants de la TSX et de CanDeal. L'agence de traitement de l'information fera appel aux employés de la TSX du service de l'exploitation/soutien du réseau, des services aux distributeurs, des services des marchés et de la gestion de produits. L'agence de traitement de l'information fera également appel, au besoin, aux employés de la TSX des services de développement,		traitement de l'information, relevant du directeur principal, CDS inc., activités (« Business »). Le poste de directeur administratif de l'agence de traitement de l'information sera créé et son titulaire se consacrera à temps plein à l'exploitation de l'agence de traitement de l'information. Le titulaire sera chargé de recommander et de mettre en œuvre des stratégies pour la gestion	l'information comprendraient certains employés de TSX Datalinx, des services des marchés, des activités de technologie, de développement technologique et de gestion de produits. Des membres spécialisés du personnel des services d'exploitation, du soutien du réseau, des services aux distributeurs et de la gestion de produits travailleront sur les produits relatifs à l'agence de traitement de

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
			d'assurance de la qualité et de gestion de projets.		globale des activités de l'agence de traitement de l'information. À l'heure actuelle, on prévoit que deux analystes, qui relèvent du directeur administratif de l'agence de traitement de l'information, seront affectés à temps plein à l'exploitation de l'agence de traitement de l'information.	l'information et des employés des services de développement, d'assurance de la qualité et du bureau de gestion de projets travailleront, au besoin, sur les produits relatifs à l'agence de traitement de l'information ou sur d'autres produits.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
4. Gestion des conflits d'intérêts potentiels[2]	Puisqu'aucun administrateur n'est indépendant d'un courtier ou d'un intermédiaire entre courtiers sur obligations, et que certains administrateurs peuvent peuvent siéger au conseil d'autres parties qui ont un intérêt dans les marchés de titres d'emprunt, CanPX a établi les mesures suivantes pour aider à préserver l'indépendance :	La demande indique que Gmarkets n'est pas en conflit d'intérêts dans son rôle d'agence de traitement de l'information pour les marchés des titres d'emprunt au Canada puisqu'elle ne tire aucun bénéfice de la négociation dans ces marchés, et aucun actionnaire ni aucun administrateur ne sont au service d'un marché, d'un courtier ou d'un intermédiaire entre	TSX/CanDeal mettra en place les politiques, les procédures et les processus nécessaires (dans le système et hors système) à la gestion des conflits d'intérêts potentiels associés à la réception de données de concurrents de la TSX ou de CanDeal. De façon générale, l'accès aux données se fera « au besoin ». Plus particulièrement :	Les conflits d'intérêts de la Bourse de Montréal se rapportent particulièrement à une bourse et ont trait aux conflits inhérents découlant de la propriété des actions de la bourse. Ces conflits sont gérés au moyen de restrictions sur la propriété d'actions. De plus, l'infrastructure technique pour les listes	CDS inc. ne livre concurrence d'aucune façon aux fournisseurs de données à l'agence de traitement de l'information, ni aux utilisateurs éventuels de ces données. Toutefois, elle a mis en place des processus de gestion de conflits d'intérêts potentiels auxquels elle pourrait être	La TSX ne manipulera pas de façon inappropriée les données transmises par les marchés à l'agence de traitement de l'information. Par exemple, aucune donnée ne sera modifiée, sauf en cas de reformatage, s'il y a lieu, pour retirer des éléments de données superflus et ajouter de nouveaux éléments de données nécessaires. Les employés de la TSX qui n'ont pas à connaître les

[2] Même si à titre d'agence de traitement de l'information, le principal conflit d'intérêts est celui rattaché au traitement des données transmises par d'autres entités, dont certaines peuvent être des concurrents, le présent résumé tient compte de tous les conflits d'intérêts potentiels indiqués par les candidats.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	un vaste régime d'actionnariat renfermant des dispositions permettant à d'autres parties de devenir actionnaires; la prestation de services de secrétariat est assurée par un tiers (l'ACCVM); la déclaration par les administrateurs de tout conflit d'intérêts connu aux réunions du conseil; la participation périodique d'un représentant de la Banque du Canada; les actionnaires	courtiers sur obligations au Canada.	TSX/CanDeal n'accordera pas aux employés de Shorcan Brokers Limited (filiale de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations de la TSX) l'accès aux données d'intermédiaires entre courtiers sur obligations concurrents; TSX/CanDeal n'accordera pas aux employés de la division Revolution Trading de CanDeal l'accès aux données d'intermédiaires entre courtiers sur obligations concurrents; l'accès aux sources	de données consolidées sera distincte de l'infrastructure de la Bourse de Montréal. Les processus opérationnels sont informatisés, et seul le personnel opérationnel devant maintenir le service pourra avoir accès aux applications. La réception, le traitement et la diffusion des données ne prend qu'une fraction de seconde; ainsi, les conflits d'intérêts potentiels découlant d'opérations humaines sont pratiquement	confrontée à titre d'agence de traitement de l'information en raison de la réception de données de concurrents de ses actionnaires. Par exemple, les données reçues par CDS inc. en sa qualité d'agence de traitement de l'information ne seraient pas mises à la disposition de son conseil d'administration (ou du conseil d'administration de sa société mère, CDS limitée). Le conseil d'administration examine et approuve les nouveaux documents de stratégie et les analyses en matière de service. De même, les	données de concurrents ou de renseignements sur les clients ou à y avoir accès pour exploiter l'agence de traitement de l'information ou entreprendre les processus de la TSX n'auront accès ni aux données ni aux renseignements sur les clients. La TSX est en mesure de procéder à la facturation et à la perception de frais auprès d'autres marchés ou de coordonner avec eux l'administration

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	n'obtiennent pas les données directement de CanPX, mais plutôt des distributeurs de CanPX selon les mêmes tarifs, délais et modalités que les autres parties; La communication trimestrielle des procès-verbaux des réunions du conseil à tous les fournisseurs de données; la diffusion annuelle des états financiers vérifiés à tous les fournisseurs de données; l'accès facile au personnel de secrétariat et un accès		entrantes sera restreint aux personnes dont l'accès est requis pour exercer les activités d'agence de traitement de l'information. Les mesures de protection actuelles mises en place par la TSX pour s'assurer que les intérêts des marchés de titres de participation concurrents fournissant des données sur la négociation de titres de participation en vue de leur diffusion par la TSX ne sont pas compromis le seront également par	inexistants puisque les informations sont rendues publiques en quelques millisecondes. Tous les employés et consultants de la Bourse de Montréal signent un code d'éthique dont certaines rubriques concernent de l'information confidentielle et privilégiée.	rapports de situation sur les diverses branches d'activités sont présentés au conseil d'administration selon les besoins pour qu'il les examine et les commente. Toutefois, la direction passe en revue ces documents pour en retirer les informations sensibles, concurrentielles ou confidentielles avant de les faire parvenir aux membres du conseil. Si ces informations doivent être présentées au conseil, l'administrateur qui est en conflit d'intérêts devrait faire part de ce fait et se retirer de la partie de	directe de la facturation. Dans ce dernier cas, à titre de vérification supplémentaire, les distributeurs doivent déclarer le nombre de personnes qui ont accès à des abonnements directement auprès de marchés qui ne sont pas administrés par la TSX. Le barème de frais proposé pour la liste de données consolidées ne prévoit pas une deuxième facturation des clients pour les mêmes données s'ils reçoivent déjà une

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	au secrétaire adjoint de la société (auprès d'un cabinet d'avocats tiers) pour toutes les questions de gouvernance.		TSX/CanDeal à titre d'agence de traitement de l'information. En outre, TSX/CanDeal mettra en place des mécanismes de résolution de différends pour assurer l'indépendance et le caractère équitable du processus de sélection d'obligations (décrit au paragraphe *a* de l'article 3).		la réunion où il en sera question.	liste de données d'un marché. Le modèle des frais établit les règles du jeu de sorte que les clients n'ont aucun avantage à annuler leur abonnement à une liste d'un marché lorsqu'ils s'abonnent à la liste consolidée, et l'ajout de la liste consolidée représente une somme symbolique de 5,00 $, ce qui ne constitue pas un obstacle à l'accès.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
2. SYSTÈMES						
1. Survol des systèmes	À l'heure actuelle, la prestation des services techniques est assurée par Reuters Canada Limitée (Reuters), qui administre le système de transparence CanPX, conformément aux directives de CanPX.	Bluesky System LLC fournit actuellement les systèmes et le logiciel d'application, la maintenance et les mises à niveau de même que l'administration des systèmes et les services à la clientèle de deuxième niveau.	Les données seront recueillies par l'intermédiaire de CanDeal, qui possède un réseau établi entre elle-même et 12 négociants principaux, et distribuées au moyen de la plateforme de distribution de données du marché de la TSX.	La Bourse de Montréal créera la solution technologique canadienne SOLA® pour la liste consolidée du marché en vue de recevoir, de consolider, de diffuser et de gérer les informations sur les cours et les opérations pour les titres à revenu fixe et les titres de participation.	CDS inc. propose de retenir les services d'une société de développement de logiciels (Tata Consultancy Services) pour créer la solution de système requise et d'assurer elle-même l'exploitation et le maintien du système qui en résulte.	Le système principal est la plateforme d'intergiciel de messagerie électronique et de distribution de données sur le marché en temps réel de la TSX qui gère l'entrée, le débit, le traitement et la distribution des listes de données et leurs protocoles connexes.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
2. Élaboration et mise en œuvre						
a. Échéancier de mise en œuvre	Le système est actuellement opérationnel.	Elle estime pouvoir offrir un système opérationnel dans un délai de 60 à 90 jours.	Le système est actuellement « opérationnel » puisque CanDeal recueille des données auprès de ses courtiers et que ces données sont diffusées subséquemment par la TSX.	Bien que l'échéancier de mise en œuvre soit tributaire des exigences finales et de la portée de l'agence de traitement de l'information (c.-à-d., titres de participation, titres d'emprunt ou les deux), l'échéancier pour l'élaboration et la mise en œuvre du système est actuellement évalué à 12 mois.	À l'heure actuelle, on prévoit que l'échéancier d'élaboration et de mise en œuvre sera de 18 mois, dont 12 mois pour les travaux d'élaboration du système et 6 mois pour sa mise en œuvre, y compris les essais et la préparation.	L'échéancier de production de la liste sera établi lorsque les spécifications seront déterminées.
3. Connectivité						

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
a. Méthode de branchement	*Courtiers* Les courtiers communiquent au moyen d'une page ou d'une liste d'éléments dans le cadre d'un protocole propriétaire. La liste de données propriétaires est transmise au système de CanPX au moyen de systèmes de communication redondants, notamment des circuits spécialisés, du matériel et des points de transmission.	*Sociétés participantes qui déclarent des opérations sur une base horaire* Le candidat mettra en place des serveurs FTP redondants en vue de recevoir, sur une base horaire, des fichiers en langage de balisage extensible (XML). *Sociétés participantes qui déclareront sur une base volontaire des ordres et des opérations en temps réel* Le candidat déteminera le protocole de langage le	CanDeal recueillera les fichiers renfermant des données au moyen d'un protocole de transfert de fichier sécurisé (SFTP) sur Internet.	L'accès physique au système se fera au moyen de l'utilisation des centres de réseaux de données de la Bourse de Montréal, de nombreux points de présence (POP), et par l'intermédiaire de tiers fournisseurs de réseaux. En plus des branchements directs au moyen des POP et des branchements par l'intermédiaire de l'un des tiers fournisseurs de systèmes généralisés, la connectivité serait également disponible sur Internet, par le biais d'un branchement à un réseau	Les données seront transmises selon le format généralement utilisé dans le secteur, soit le protocole FIX. Les données seront transmises au moyen d'une transmission sécurisée sur Internet ou d'un SFTP (pour les sociétés plus petites). CDS inc. transformera en temps réel le format FIX en un format normalisé pour un traitement	Les informations provenant des marchés peuvent être transmises à l'agence de traitement de l'information dans tout format et elles seront mises en forme, s'il y a lieu. On privilégie le format STAMP; toutefois, la TSX peut composer avec d'autres formats. Chaque marché transmettra à l'agence de traitement de l'information des données au moyen de deux listes identiques sur des lignes indépendantes jumelées.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	Plusieurs courtiers ont choisi un protocole de transfert de fichier (FTP) pour transmettre les données. Intermédiaires entre courtiers sur obligations Les intermédiaires entre courtiers sur obligations transmettent des listes de données propriétaires, sur une base volontaire, au moyen de systèmes de communication redondants, notamment des circuits spécialisés, du matériel et des points de terminaison.	plus efficace en collaboration avec chaque société participante.		privé virtuel. Les marchés qui fournissent des flux de données peuvent se brancher à l'un des POP au moyen des branchements directs à l'un des POP de la Bourse de Montréal, par l'intermédiaire des tiers fournisseurs de systèmes ou sur Internet. Un protocole unique appliqué à l'ensemble du secteur est envisagé, mais le système pourrait comprendre d'autres protocoles.	ultérieur.	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
b. Coûts rattachés à la connectivité	Les sociétés participantes prennent en charge les coûts internes pour établir une connexion avec CanPX.	Chaque société participante prend en charge les coûts rattachés à la connectivité pour transmettre leurs données.	Les coûts de connexion à l'agence de traitement de l'information sont pris en charge par le participant, et aucune majoration ne sera établie par TSX/CanDeal. Aucuns frais supplémentaires ne seront demandés aux 12 négociants principaux qui ont actuellement une connexion avec CanDeal.	Les marchés, les courtiers et les intermédiaires entre courtiers sur obligations qui fournissent des informations acquitteront leurs propres frais de connectivité.	CDS inc. possède déjà une connexion de réseau existante avec toutes les bourses et la plupart des courtiers en obligations au Canada; par conséquent, il est peu probable que des frais de connectivité supplémentaires soient demandés aux fournisseurs de données. Toutefois, si un fournisseur de données ne dispose pas d'une connexion de réseau	Chaque marché devra installer, exploiter et maintenir, à ses frais, des lignes de connectivité à l'agence de traitement de l'information.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
					existante à la CDS, cette connexion peut être mise en place par l'intermédiaire d'un fournisseur de services comme Allstream, selon des frais de connexion mensuels de 500 $, majorés de frais de location de matériel de 167 $ par mois.	
c. Frais pour fournir des données	Aucuns	Gmarkets demandera une somme de 1 500 $ par mois aux sociétés participantes. Toutefois, les sociétés qui fournissent actuellement des informations sur une base volontaire n'auront	Aucuns	Aucuns	Aucuns	La TSX facturera des frais mensuels de connexion entrante de 1 600 $ à chaque marché qui soumet une liste devant être incluse dans la liste consolidée pour couvrir les frais engagés par la

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
		pas à acquitter ces frais.				TSX, comme les ports, les routeurs, les processeurs et la connectivité de réseau ainsi que les frais initiaux de développment pour traiter les listes qui sont en format STAMP.
4. Exploitation et intégrité des données						
a. Formation et soutien	Le facilitateur technique fournit de l'aide en ligne et du matériel didactique. Des agents de formation de clients se déplacent pour former les clients sur	Le service à la clientèle de Gmarkets offre sans frais aux abonnés de l'assistance et de la formation sur les applications. Gmarkets offre d'autres services de développement et de consultation technique	La formation et les documents comprendront ce qui suit : des spécifications et des exemples de données entrantes et sortantes; des instructions	Les entités qui fournissent les données ou qui reçoivent la liste consolidée recevront des spécifications pour le protocole de la liste consolidée et la connectivité de réseau	CDS offre actuellement des programmes de formation sur place et publie des manuels d'utilisation sur son site Web pour aider les clients en ce qui a trait aux services actuels.	Tous les destinataires externes du service de la liste consolidée recevront une spécification fonctionnelle et un guide de conception énonçant les exigences en matière de connectivité ainsi que le protocole de

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	leurs produits. Une équipe composée de cinq spécialistes chez Reuters sont disponibles pour offrir de l'aide aux clients.	selon un tarif horaire de 150 $. En outre, Gmarkets remettra un document de spécification sur les données en langage de balisage extensible (XML) aux sociétés participantes fournissant des données sur les opérations sur une base horaire, et remettra un document de spécification sur les données énumérant les champs de données et les informations sur la connexion qui sont requis aux sociétés qui	concernant le contenu et le contexte des données provenant de l'agence de traitement de l'information pour s'assurer que le degré de compréhension du contenu des données du public visé et des participants institutionnels à l'échelle mondiale (dont la langue maternelle n'est pas l'anglais) est approprié; de l'aide aux parties qui fournissent des informations à l'agence de traitement de l'information et qui en reçoivent de cette dernière;	requise. La Bourse de Montréal offrira à ces entités externes de l'assistance pour la connectivité ainsi qu'un environnement pour les mises à l'épreuve. En outre, MX-STI offrira une assistance opérationnelle et un service de dépannage pour l'exploitation de la solution technologique canadienne SOLA® pour la liste consolidée du marché.	Elle aura recours à l'infrastructure existante pour mettre en place des programmes de formation destinés aux utilisateurs et publier des manuels d'utilisation pour offrir de l'assistance aux utilisateurs de l'agence de traitement de l'information comme pour les autres services. Un programme de service de dépannage est actuellement en voie de création.	messagerie.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
		choisissent de déclarer des ordres ou des opérations en temps réel.	une documentation et du matériel didactique en ligne pour aider à expliquer le contenu des données; du matériel didactique pour les investisseurs et les abonnés.			
3(a) ENGAGEMENT EN MATIÈRE DE TRANSPARENCE – TITRES À REVENU FIXE						
1. Informations devant être fournies sur les titres	Les données sur les opérations pour les titres d'emprunt privés désignés sont transmises par les	Les données sur les opérations pour les titres d'emprunt privés désignés seront transmises par les	Les données sur les opérations pour les titres d'emprunt privés désignés seront transmises par les	Les données sur les opérations pour les titres d'emprunt privés désignés seront transmises par les	Les données sur les opérations pour les titres d'emprunt privés désignés seront transmises par les	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
d'emprunt privés	courtiers et les marchés dont la part de marché est supérieure à 0,5 % dans l'heure suivant l'opération. Les champs de données suivants sont transmis : le type de contrepartie; l'émetteur; le type de titre *; la catégorie*; la série*; le coupon; l'échéance;	entités qui sont tenues de fournir ces données aux termes du règlement 21-101.	entités qui sont tenues de fournir ces données aux termes du règlement 21-101. Les renseignements suivants seront déclarés, conformément aux exigences de l'instruction générale 21-101 : le type de contrepartie; l'émetteur; le type de titre; la catégorie; la série; le coupon;	entités qui sont tenues de fournir ces données aux termes du règlement 21-101. Les renseignements suivants seront déclarés, conformément aux exigences de l'instruction générale 21-101 : le type de contrepartie; l'émetteur; le type de titre; la catégorie; la série; le coupon;	entités qui sont tenues de fournir ces données aux termes du règlement 21-101. Les renseignements suivants seront déclarés, conformément aux exigences de l'instruction générale 21-101 : le type de contrepartie; l'émetteur; le type de titre; la catégorie; la série; le coupon;	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	le cours; l'heure de l'opération; le volume négocié, sous réserve de certains plafonds concernant le volume. *Inséré à partir du fichier maître de Reuters.		l'échéance; le cours; l'heure de l'opération; le volume négocié, sous réserve de certains plafonds concernant le volume. En fonction des commentaires reçus des participants au secteur, d'autres champs de données, comme le rendement et le type d'opération (achat/vente), seront également	l'échéance; le cours; l'heure de l'opération; le volume négocié, sous réserve de certains plafonds concernant le volume. De plus, le candidat recueillera d'autres informations qui peuvent être requises selon les exigences du règlement 21-101.	l'échéance; le cours; l'heure de l'opération; le volume négocié, sous réserve de certains plafonds concernant le volume. De plus, les informations suivantes seront également recueillies : le type d'opération (achat ou vente);	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
			transmis.		le rendement; les numéros CUSIP ou ISIN du titre.	
2. Informations sur les titres d'emprunt privés devant être diffusées						
a. Mode de diffusion	Les informations sont affichées au moyen des produits d'affichage frontal de Reuters. Les données de CanPX sont disponibles sur Internet. Les données sont également rediffusées par des fournisseurs	Gmarkets diffusera les informations sur les titres à revenu fixe au moyen d'une application bureautique connue sous le nom de Gmarkets Pilot (affichages de pages modèles) et au moyen de produits dérivés des données (comme des données brutes pour les revendeurs), plus	TSX/CanDeal fournira d'abord des informations consolidées sur les titres à revenu fixe par le biais des canaux de diffusion suivants : le site Web de la TSX; une liste de données détaillée et cohérente provenant de	La Bourse de Montréal diffusera la liste consolidée au moyen d'un protocole publié aux fins de connexion. L'accès par Internet aux données postérieures à l'opération peut être intégré à la solution, s'il y	CDS inc. diffusera la liste de données consolidées de l'agence de traitement de l'information par le biais de divers canaux qui comprendront ce qui suit : l'accès au moyen d'Internet; selon les exigences, des listes de messages au	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	d'informations sous forme de listes ou au moyen d'un accès à Internet. Les données sur le rendement des obligations de référence CanPX figurent également sur son site Web.	précisément : la liste API de Gmarkets ou la liste de Gmarkets en XML.	l'infrastructure actuelle de la TSX sur des circuits spécialisés. TSX/CanDeal prévoit utiliser dans l'avenir un protocole Internet pour diffuser la liste.	a lieu.	moyen de divers mécanismes de diffusion.	
b. Informations diffusées	CanPX consolide les données sur les obligations postérieures aux opérations et les affiche toutes les heures, à l'heure juste.	Gmarkets consolidera les données sur les obligations postérieures à l'opération et les affichera en temps réel.	Les données seront consolidées au sein de la liste et affichées pour chaque opération.	Les informations sur les opérations doivent être transmises à l'agence de traitement de l'information dans un délai d'une heure suivant l'opération. L'agence de traitement de	CDS inc. fournira une liste consolidée en temps réel de toutes les données sur les opérations réalisées sur les titres privés à revenu fixe reçues. Outre les champs de données	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	Les informations publiées comprennent ce qui suit : l'émetteur; le coupon; l'échéance; le cours de l'opération; le rendement le volume (sous réserve des plafonds concernant le volume); la date de l'opération;			l'information n'abrègera ce délai que si, aux termes d'un examen futur, on en conclut qu'il serait dans l'intérêt du marché de le faire. L'agence de traitement de l'information publie les données sur les opérations dès qu'elle les reçoit.	reçus, elle affichera également ce qui suit : la moyenne mobile du cours par titre; l'analyse du volume par titre.	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
	l'heure de l'opération (à l'heure juste); le volume global.					
3. Processus de sélection des titres d'emprunt privés, critères de sélection et mode de communication						
a. Processus	La sélection se fait de façon trimestrielle. La liste des titres privés à revenu fixe est tenue par le groupe de travail sur les titres d'emprunt privés du comité sur les marchés canadiens des titres d'emprunt de l'ACCVM et	Les titres d'emprunt privés seront choisis selon les critères de l'Indice obligataire canadien S&P/TSX.	La sélection sera réalisée en collaboration avec les participants au secteur, notamment le comité des marchés des capitaux de l'ACCOVAM, les investisseurs institutionnels, les émetteurs et les petits intervenants, et sera fondée sur l'examen de la liste renfermant les titres	La liste des titres d'emprunt privés désignés sera revue et mise à jour trimestriellement. Le premier examen serait réalisé par le comité de politiques de l'agence de traitement de	CDS inc. analysera les données recueillies et surveillera le marché pour déceler les changements qui doivent être reflétés dans les données recueillies et diffusées. CDS inc. se réunira de façon trimestrielle avec les	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	est revue et approuvée trimestriellement par le comité d'exploitation de CanPX. Les nouvelles émissions sont ajoutées à la liste et des émissions peuvent en être retirées (par exemple, si elles ne sont pas activement négociées et que les cours sont moins précis), sous réserve des contraintes du facilitateur technique. Un projet de liste modifiée		les plus activement négociés. La sélection se fera de façon trimestrielle. La décision finale portant sur les titres d'emprunt privés devant être inclus reviendra à l'agence de traitement de l'information. L'agence de traitement de l'information mettra en place des mécanismes appropriés de résolution de différends. L'agence de traitement de l'information mettra à jour trimestriellement la liste des obligations désignées en utilisant le processus	l'information, en fonction des critères décrits ci-après. Un processus sera mis en place dans le cadre duquel des tiers pourront demander des ajouts de titres d'emprunt privés à la liste pour l'examen trimestriel suivant. Un projet de liste modifiée sera remis aux comités sectoriels applicables en vue de recevoir leurs	fournisseurs de données et les autorités pour repérer les nouveaux titres répondant aux critères de sélection établis qui devaient être inclus dans le service.	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	est remis au groupe de travail sur les titres d'emprunt privés en vue de recevoir ses commentaires et d'apporter des modifications ou d'obtenir son approbation. La liste est présentée par courrier électronique au conseil de CanPX en vue d'obtenir son approbation. D'autres parties peuvent suggérer, par Internet, des ajouts d'titres		suivant : en fonction des critères décrits ci-après, les principaux courtiers seront invités à émettre leurs opinions concernant les titres d'emprunt privés devant être ajoutés ou retirées; la liste sera consolidée selon un consensus (soit la majorité des courtiers interrogés).	commentaires, d'apporter des modifications et d'obtenir leur approbation. Le conseil de l'agence de traitement de l'information approuvera la liste, auquel moment MX-STI (en qualité de fournisseur de technologie), les ACVM et les fournisseurs visés seront informés des changements apportés.		

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
	d'emprunt privés à la liste. À l'obtention de l'approbation par le conseil d'administration de CanPX, la liste finale est envoyée au facilitateur technique pour sa mise en place ainsi qu'aux fournisseurs et à la CVMO à titre informatif.					
b. Critères	Les critères applicables aux titres d'emprunt privés comprennent ce qui suit : les volumes des	Comme il est indiqué ci-dessus, les titres d'emprunt privés seront choisis à partir de l'Indice obligataire canadien S&P/TSX. L'indice	Les critères applicables aux titres d'emprunt privés comprendront ce qui suit : des tailles d'émission totales minimales (y	Les critères applicables aux titres d'emprunt privés comprendront ce qui suit : une taille d'émission	Tout d'abord, CDS adoptera les critères de sélection actuellement utilisés par CanPX, qui sont les suivants :	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	opérations; si les obligations font partie des indices des titres d'emprunt privés canadiens; une taille d'émission minimale de 250 millions de dollars; les obligatons devraient être émises par des émetteurs issus des grands secteurs d'activité; les obligations doivent être hautement liquides; les obligations devraient représenter la majorité du	obligataire canadien S&P/TSX utilise les critères suivants pour la sélection des obligations : une note minimale de BBB- par S&P; une valeur nominale minimale de 50 millions de dollars (ou 100 millions de dollars pour les obligations du gouvernement du Canada ou garanties par le fédéral); au moins deux courtiers indépendants fournissent les cours acheteurs chaque jour à la TSX	compris les réouvertures) de 250 millions de dollars; les obligations seront hautement liquides relativement à des titres comparables; les obligations représenteront la majorité du flux des opérations sur les marchés des titres d'emprunt privés; les obligations représenteront, entre elles, tous les grands secteurs d'activité (notamment les finances, les services publics, les télécommunications, le	totale minimale de 250 millions de dollars; les obligations sont hautement liquides; les obligations représenteront la majorité du flux des opérations sur les marchés des titres d'emprunt privés; les obligations représenteront les grands secteurs d'activité (notamment, sans s'y limiter, les finances, les services publics, les télécommunica-tions, le pétrole et le gaz);	des tailles d'émission totales minimales (y compris les réouvertures) de 250 millions de dollars; les obligations seront hautements liquides relativement à des titres comparables; les obligations représenteront la majorité du flux des opérations sur les marchés des titres d'emprunt privés; les obligations représenteront, entre elles, tous les grands secteurs d'activité (notamment les finances,	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	flux des échanges sur les marchés des titres d'emprunt privés; les obligations devraient, entre elles, comprendre des échéances à court terme, à moyen terme et à long terme; les obligations devraient provenir de chaque branche d'activité (au moins deux provenant de chaque branche).	(offerts sous forme d'abonnement auprès de la TSX); échéance minimale de 18 mois au moment de l'inclusion.	pétrole et le gaz); TSX/CanDeal tentera d'inclure au moins deux obligations provenant de chaque branche d'activité; les obligations représenteront, entre elles, toutes les tranches d'échéance, notamment 0 à 5 ans, 5 à 10 ans et plus de 10 ans; les obligations comprendront des titres d'emprunt d'un grand intérêt pour les investisseurs individuels, y compris des obligations émises par des sociétés	les obligations proviendront de chaque branche d'activité; les obligations comprendront toutes les tranches d'échéance, y compris 0 à 5 ans, 5 à 10 ans et plus de 10 ans; les obligations seront d'un grand intérêt pour les investisseurs individuels.	les services publics, les télécommunications, le pétrole et le gaz); on tentera d'inclure au moins deux obligations provenant de chaque branche d'activité; les obligations représenteront, entre elles, toutes les tranches d'échéance, notamment 0 à 5 ans, 5 à 10 ans et 10 ans et plus; les obligations comprendront des titres d'emprunt d'un grand intérêt pour les investisseurs individuels, notamment des	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
			notoires, des obligations représentées dans un indice de titres d'emprunt privés du secteur, des obligations dont l'échéance est inférieure à cinq ans et des obligations qui sont vendues à escompte.		obligations émises par des sociétés notoires, des obligations représentées dans un indice de titres d'emprunt privés du secteur, des obligations dont l'échéance est inférieure à 5 ans et des obligations assorties d'un escompte. Par la suite, CDS prévoit mettre à jour les critères de sélection en collaboration avec le secteur et les autorités, et veillera à les élargir de façon trimestrielle.	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
c. Mode de communication	Reuters affiche la liste sur le site Web de CanPX; Le site Web de l'ACCVM affiche un lien vers la liste sur le site Web de CanPX.	Les règles de sélection des obligations sont publiées sur les sites Web de S&P et de la TSX et tous les changements sont publiés simultanément pour tous les participants au marché. Gmarkets publiera également la liste sur son site Web.	La liste des ajouts/suppressions sera publiée pour toutes les sociétés qui fournissent des informations deux semaines avant que le changement prenne effet. La nouvelle liste de titres d'emprunt privés sera diffusée trimestriellement par courrier électronique aux personnes désignées de chaque société. Elle sera affichée sur le site Web de la TSX.	Les informations seront publiées sur le site Web de l'agence de traitement de l'information.	CDS inc. fera part des ajouts, des suppressions et des changements relativement à la liste d'obligations au moyen d'une liste de diffusion par courrier électronique qu'elle maintient. De plus, CDS inc. publiera des informations sur les ajouts, les suppressions et les changements relativement à la liste des obligations dans la section des nouvelles de son site Web et intégrera également les	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
					changements à la liste complète d'obligations, qui sera affichée de façon permenente sur le site Web.	
4. Autres informations sur les obligations qui seront déclarées ou diffusées[3]	CanPX recueille les cours vendeurs/acheteurs et les informations sur les opérations pour les titres d'emprunt publics et les bons du Trésor du gouvernement du Canada transmis volontairement par les intermédiaires entre courtiers sur	Certains participants déclarent actuellement des données en temps réel sur les titres d'emprunt publics (comme les bons du Trésor du Canada ou des titres d'emprunt publics) ou les titres d'emprunt privés et peuvent continuer à le	L'agence de traitement de l'information peut recueillir et diffuser des données fournies par des parties qui ne sont pas tenues d'en fournir ou qui proviennent de parties qui en fournissent en vue de compléter ou d'améliorer le produit. Par exemple,	L'infrastructure sera conçue pour comprendre des informations consolidées sur les ordres et les opérations pour les titres publics à revenu fixe, et la Bourse de Montréal assurera la consolidation et la diffusion de ces	CDS, par l'intermédiaire de sa filiale Innovations CDS inc., offre de nombreux services auxiliaires qui fournissent un large éventail d'informations sur les obligations. Ces services auxiliaires comprennent	

[3] Certaines sociétés participantes fournissent, ou peuvent fournir, d'autres informations sur les titres à revenu fixe (commes des données sur les titres publics à revenu fixe) aux entités qui posent leur candidature pour le rôle d'agence de traitement de l'information de façon volontaire. Cette rubrique décrit le type d'informations que les candidats recueilleront et diffuseront ou qu'ils devraient recueillir et diffuser de façon volontaire et est incluse à titre informatif.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	obligations. En outre, elle recueille et diffuse des informations relatives à certains titres à revenu fixe inscrits à la cote de la TSX. Elle diffuse les informations suivantes en temps réel : *Titres d'emprunt publics* Cours acheteur; cours	faire. Gmarkets a proposé d'appuyer le regroupement et la diffusion continus de produits qui lui sont fournis par les intermédiaires entre courtiers sur obligations de façon volontaire. Les champs publiés déclarés pour ces titres comprendront ce qui suit : l'émetteur; le coupon; l'échéance; le prix de l'ordre (achat/vente); le volume de l'ordre (achat/vente); le rendement de l'ordre	TSX/CanDeal propose tout d'abord de recueillir, de regrouper et de diffuser (en temps réel) des informations sur les cours des titres suivants : toutes les obligations du gouvernement du Canada; tous les bons du Trésor du gouvernement du Canada; environ 130 obligations provinciales et 50 titres d'emprunt privés.	informations si les ACVM l'exigent. La Bourse de Montréal peut accepter et publier ces informations si elles sont fournies au cours de la période de dispense actuelle des règles de transparence pour les titres d'emprunt publics. S'il y a une exigence à cet égard, l'infrastructure sera conçue pour comprendre des informations sur les	ce qui suit : Fichier principal des valeurs – lequel, notamment, fournit des renseignements sur l'identification des titres, le taux d'intérêt, le taux à l'échéance et les caractéristiques des titres, comme la fréquence de l'intérêt, le rachat anticipé, etc.; Produits afférents aux droits et privilèges – qui offrent divers degrés de couverture afférente aux droits et privilèges dans différents formats et comprennent le bulletin	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	vendeur; volume des offres d'achat; volume des offres de vente; rendement acheteur; rendement vendeur; écart du cours acheteur par rapport au cours de clôture du jour précédent; achat ou vente par le client lors de la dernière opération; cours de la dernière opération; volume de la dernière opération; heure ou date de la dernière opération et volume global du jour pour le titre. *Bons du Trésor du*	(achat/vente); le cours acheteur (meilleur prix, pour les offres et les demandes multiples, et lorsqu'il y a plus d'un meilleur prix, le meilleur prix regroupera les volumes); le rendement acheteur; le volume des offres d'achat; le prix d'offre; le rendement vendeur; le volume des offres de vente; le prix de l'opération; le rendement de l'opération; le volume de l'opération; le chargement net et le fait que le titre est un titre de référence ou non.		ordres pour les titres privés à revenu fixe.	des droits et privilèges de la CDS (produit Web), le Service de transmission des données sur les droits et privilèges (produit qui offre des données de fin de journée sur de nombreux titres) et le Service de messagerie afférent aux droits et privilèges MT564 conforme à la norme ISO 15022 (produit en temps réel); SCRIBE – qui offre un accès aux documents déposés par tous les émetteurs au Canada.	

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	gouvernement Rendement acheteur; rendement vendeur; volume des offres d'achat; volume des offres de vente; écart du rendement acheteur par rapport au cours de clôture du jour précédent; achat ou vente par le client lors de la dernière opération; cours de la dernière opération; volume de la dernière opération; heure ou date de la dernière opération et volume global du jour pour le titre.	Les titres d'emprunt publics seront choisies à partir de l'Indice obligataire canadien S&P/TSX. L'Indice obligataire canadien S&P/TSX utilise les critères de sélection suivants : (1) une note d'au moins BBB- de S&P; (2) une valeur nominale minimale de 50 millions de dollars (ou 100 millions de dollars pour les obligations du gouvernement du Canada ou garanties par le gouvernement fédéral); (3) au moins deux				

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	Obligations provinciales Écart de rendement acheteur; écart de rendement vendeur; volume des offres d'achat; volume des offres de vente; écart du rendement acheteur par rapport au cours de clôture du jour précédent; achat ou vente par le client lors de la dernière opération; écart de la dernière opération; volume de la dernière opération; heure ou date de la dernière opération et volume global du jour pour le titre.	courtiers indépendants fournissent chaque jour les cours acheteurs; et (4) une échéance minimale de 18 mois jusqu'au moment de l'inclusion.				

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
3(b) ENGAGEMENT EN MATIÈRE DE TRANSPARENCE – TITRES DE PARTICIPATION						
1. Informations antérieures à l'opération devant être déclarées				Les marchés déclareront les informations suivantes en temps réel : l'identité du marché; le type d'ordre (achat/vente); le volume; le symbole;	Les marchés déclareront les informations suivantes en temps réel : le nom du marché; l'heure de la saisie de l'ordre; le cours; le volume;	Les marchés transmettront l'ensemble des ordres pour chaque titre (c.-à-d. la pleine profondeur du registre). Chaque message renfermera une cotation/un ordre provenant d'un marché et comprendra au moins les

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
				le cours; l'heure de l'ordre. Les informations supplémentaires qui peuvent être exigées conformément au règlement 21-101 seront également déclarées.	le symbole; le numéro CUSIP ou ISIN.	informations suivantes : le type de message (ordre); le numéro séquentiel de l'agence de traitement de l'information; l'identifiant du marché; l'horodatage du système de négociation du marché; l'horodatage de l'agence de traitement de l'information; le numéro du courtier;

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
						le type de titre; l'émetteur; le symbole; la série; la catégorie; le cours; le volume; l'activité commerciale (achat ou vente).
2. Informations postérieures à l'opération devant				Les marchés déclareront les informations suivantes	Les marchés déclareront les informations suivantes	Outre les éléments de données inclus dans le message d'information sur

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
être déclarées				en temps réel : l'identité du marché; le volume; le symbole; le cours; l'heure de l'opération. Les informations supplémentaires qui peuvent être exigées dans l'avenir conformément au règlement 21-101 seront déclarées.	en temps réel : le marché; l'heure de l'opération; le cours; le volume; le symbole du titre; le numéro CUSIP ou ISIN du titre.	l'ordre (à l'exception de « type de message (ordre) »), chaque message relatif aux opérations comprendra au moins les informations suivantes : le type de message (opération); le numéro du courtier (des deux parties); le nombre d'opérations; le type d'opération (marché, opération interne, etc.); l'activité commerciale

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
						(opération).
3. Informations sur les titres de participation devant être diffusées						
a. Mode de diffusion				La Bourse de Montréal diffusera une liste de données consolidées accompagnée d'un protocole publié relatif à la connexion.	Le mode de diffusion sera le même que celui utilisé pour les titres à revenu fixe.	La liste de données consolidées sera transmise au moyen d'un protocole standard approuvé par le secteur désigné par l'agence de traitement de l'information.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
						Le protocole de réseau pour les services consolidés sera transmis au moyen d'une diffusion sélective.
b. Informations diffusées				*Antérieures l'opération* Elle fournira, en temps réel, une liste consolidée de données antérieures à l'opération en fonction de cinq niveaux de cours. *Postérieures à l'opération* Elle fournira, en temps réel, une liste consolidée	*Antérieures à l'opération* Elle fournira une liste consolidée des cours acheteurs et vendeurs reçus. *Postérieures à l'opération* Elle fournira une liste consolidée de chaque opération, notamment les	Elle fournira une liste consolidée d'informations antérieures et postérieures à l'opération. Les informations diffusées renfermeront les mêmes éléments de données que ceux reçus des marchés (énumérés ci-dessus).

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
				de données du marché postérieures à l'opération.	champs suivants : le marché; l'heure de l'opération; le prix; le volume.	La TSX est prête à offrir un affichage de ces informations si le marché l'exige.
4. FRAIS ET PARTAGE DES PRODUITS						
1. Frais d'abonnement[4]	*Titres d'emprunt privés* Frais de Reuters – 25 $	Frais de branchement (par connexion au programme Gmarkets	*Frais d'accès mensuels pour un abonnement*[5] *professionnel*	Les frais seront établis par les comités de politiques.	Les données seront affichées gratuitement sur son site Web. Les	*Frais d'abonnement mensuels pour un*

[4] En règle générale, un abonné est une personne physique ou une entité qui a conclu une convention en vue de recevoir des informations de la part de l'agence de traitement de l'information (directement ou par l'intermédiaire d'un founisseur).

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	par terminal par mois, en plus des frais de service de base de Reuters; G-Markets – 50 $ par mois; Autres fournisseurs – frais devant être déterminés.	Pilot) de 50 $ par mois, par utilisateur, en plus de frais supplémentaires pour des abonnements aux données, de la façon suivante : 10 $ pour des données sur les titres privés à	*institutionnel* 75 $ à 100 $ par mois. *Frais d'utilisation pour les non-professionnels*[6] 0,02 $ par cote pour un		utilisateurs ne seront en mesure de consulter les informations qu'à partir de ce service gratuit sur le site Web. CDS offrira également un produit de « titres à surveiller » qui serait transmis sur Internet aux investisseurs individuels au prix de 35 $	*professionnel* Si l'abonné professionnel est déjà abonné à une liste de données de marchés[7], les frais correspondront à des frais d'administration de la TSX de 5 $ qui couvriront les frais d'exploitation, de

[5] Un professionnel en valeurs mobilières désigne un courtier en valeurs mobilières, un conseiller en valeurs ou une personne qui est à l'emploi d'un organisme qui exerce des activités professionnelles comportant l'achat et la vente d'instruments financiers.

[6] Un abonné non professionnel désigne une personne physique qui n'est pas un professionnel en valeurs mobilières, qui ne peut être un conseiller, un entrepreneur indépendant, un développeur de logiciels ou d'autres personnes qui utilisent des données du marché à une fin autre que la négociation pour leur propre compte.

[7] Les fournisseurs et les sociétés pourront s'abonner aux listes du marché de façon distincte.

[8] Publié à l'adresse http://www.tsx.com/fr/data/product_sheets/index.html

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	Titres d'emprunt publics Reuters fee 25 $ par terminal par mois en plus des frais de service de base de Reuters; G-Markets – 50 $ par mois Autres fournisseurs – frais devant être déterminés.	revenu fixe; 10 $ pour des données sur les titres publics à revenu fixe. De plus, les frais pour le fichier de fin de journée (comprenant la dernière opération et/ou le cours de chaque titre) s'établissent à 1 500 $ par mois.	titre, selon un plafond de 10 $ par mois; ou 10 $ par mois pour le flux de données. *Accès en ligne à l'instantané des données sur tsx.com* Aucuns frais		par mois.	traitement et d'administration de la liste; Si l'abonné professionnel n'est abonné à aucune liste de données de marchés, les frais correspondront à des frais d'administration de la TSX de 5 $, majorés des tarifs actuels de la TSX (se reporter au barème des prix pour obtenir tous les renseignements sur les tarifs et les catégories[8]) et des frais facturés par chaque marché.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
						Frais d'abonnement mensuels pour un non-professionnel Si le non-professionnel est déjà abonné à des listes de données de marchés, les frais correspondront à des frais d'administration de la TSX de 2,50 $; Si le non-professionnel n'est abonné à aucune liste de données de marchés, les frais correspondront à des frais d'administration de la TSX de 2,50 $, majorés des tarifs actuels de la TSX (se reporter aux barèmes

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
						des prix pour obtenir tous les renseignements sur les tarifs et les catégories) et des frais facturés par chaque marché. Les frais seront indexés en fonction de l'inflation.
2.Frais pour les fournisseurs[9]	2 000 $ par mois pour les titres d'emprunt privés	Frais de branchement : 1 500 $ par mois par connexion par site, ainsi	500 $ par mois	Les frais seront établis par les comités de politiques.	Un produit sur les titres de participation renfermant toutes les informations sur	***Note : ces frais s'appliquent également aux organisations***

[9] En règle générale, un fournisseur est une personne physique ou une entité qui conclut des conventions en vue de recevoir des informations de la part de l'agence de traitement de l'information dans le cadre de la diffusion de ces informations à d'autres parties.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	4 000 $ par mois pour les titres d'emprunt publics	que les frais supplémentaires suivants : 10 $ par utilisateur pour les données sur les titres privés à revenu fixe 10 $ par utilisateur pour les données sur les titres publics à revenu fixe. De plus, des frais mensuels de 1 500 $ seront demandés pour le fichier de fin de journée (dernière opération et/ou cours de chaque titre).			une base quotidienne, en temps réel ou en lots, sera offert moyennant 25 000 $ par année. Des fichiers classés par secteurs seront offerts moyennant 5 000 $ par année. Un produit sur les titres à revenu fixe renfermant toutes les informations sur une base quotidienne, en temps réel ou en lots, sera également offert moyennant 25 000 $ par année. Des fichiers classés par type de titre à revenu fixe seront offerts	***participantes qui ont une connexion directe à la liste consolidée de la TSX***. Si le fournisseur ou l'organisation participante est déjà abonné à des listes de données de marchés, les frais correspondront à des frais d'administration mensuels de la TSX de 500 $. Si le fournisseur ou l'organisation participante n'est abonné à aucune liste de données de marchés, les frais correspondront à des frais d'administration de la TSX

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
					moyennant 5 000 $ par année.	de 500 $, majorés des tarifs actuels de la TSX de 3 000 $ (se reporter aux barèmes des prix pour obtenir tous les renseignements sur les tarifs et les catégories) et des frais facturés par chaque marché.
3. Frais et partage des produits	Les produits nets seront répartis entre les actionnaires, de la façon suivante : Tout d'abord, les produits	Les frais d'abonnement aux données pour les titres privés à revenu fixe et les titres publics à revenu fixe (10 $ par utilisateur ou abonné de la façon décrite ci-dessus) seront répartis de la façon	TSX/CanDeal ne prévoit à l'heure actuelle aucun partage des produits avec les courtiers participants puisqu'elle estime que l'agence de traitement de l'information prendra en charge les frais associés	*A. Détermination des produits* Chaque marché (titres à revenu fixe et titres de participation) disposera de ses propres sources de produits provenant des	CDS inc. attribuera 50 % des produits nets (c.-à-d. l'excédent des produits par rapport aux dépenses) aux fournisseurs de données. La quote-part des produits nets de chaque fournisseur de	À l'heure actuelle, la TSX assure la prestation de services de transmission de données pour plusieurs marchés et diverses catégories d'actif. L'agence de traitement de l'information

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
	nets totaux seront attribués au marché des intermédiaires entre courtiers sur obligations (défini comme le volume d'opérations total en dollars relativement aux émissions de l'ensemble du marché au cours d'une période réalisées par tous les intermédiaires entre courtiers sur obligations, en tant que groupe), au marché des titres d'emprunt privés (soit le volume d'opérations total en dollars sur les titres d'emprunt privés au cours d'une période réalisées par tous les courtiers, en tant que groupe) et le	suivante : 75 % aux sociétés participantes et 25 % à Gmarkets.	à la transparence, et les courtiers tireront parti des efficiences des coûts.	ventes de données consolidées rattachées au marché en question. *B. Détermination des coûts* A. Calcul des produits nets Les coûts rattachés à l'élaboration, à la mise en œuvre, à l'exploitation et à l'administration de la solution technologique canadienne SOLA® pour la liste consolidée du marché correspondront à des frais annuels fixes en fonction d'un contrat d'une durée de cinq ans,	données sera établie en fonction de l'activité sur le marché (c.-à.-d. le volume relatif des opérations soumises).	tirera parti de son infrastructure établie, notamment le matériel, les logiciels, les locaux (le plancher technique, les services de réseau, les stations et les outils de supervision des activités, etc.), les ressources ainsi que l'administration (les contrats, la facturation, la communication de l'information, la vérification, etc.), le service de dépannage et le soutien technique aux services des fournisseurs, le service juridique et le soutien technique et des ventes. Des ressources supplémentaires sur les

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	marché SNP (soit le volume d'opérations total au cours d'une période réalisées par tous les participants au SNP, s'il y a lieu, en tant que groupe). Cette répartition est fondée sur le pourcentage du volume d'opérations attribuable à chaque marché distinct. Après cette première répartition, les produits nets seront distribués de			rajustés selon l'IPC. Ces coûts annuels seront répartis entre chaque marché (titres à revenu fixe et titres de participation, au début du service), en fonction de la quote-part de ce marché des produits totaux pour les deux marchés durant la période (c.-à-d. les produits tirés des distributeurs de données et des abonnés pour tous les services).		plans de l'élaboration, du matériel et du soutien seront nécessaires, lesquelles seront tributaires du nombre de marchés et de la largeur de bande et de la structure des listes; toutefois, la TSX prendra en charge les coûts initiaux et prévoit les récupérer au fil du temps au moyen des frais. Les produits seront retournés aux marchés et s'élèveront à un montant correspondant à celui qu'ils ont demandé aux

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	**CanPX** **(Titres à revenu fixe)**	**Gmarkets** **(Titres à revenu fixe)**	**TSX/CanDeal** **(Titres à revenu fixe)**	**Bourse de Montréal** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**CDS inc.** **(Titres de participation et à revenu fixe)**	**TSX** **(Titres de participation)**
	la façon suivante : les produits du marché des intermédiaires entre courtiers sur obligations seront divisés en parts égales entre les courtiers et les intermédiaires entre courtiers sur obligations les produits du marché des titres d'emprunt privés seront répartis entre les teneurs de marché en fonction de leur quote-part d'opérations sur des titres d'emprunt privés les produits du marché SNP seront attribués aux participants au SNP en			*C. Partage des produits* Après avoir déduit les coûts des produits associés à chaque marché (A-B), les produits nets seraient ensuite répartis entre les sociétés qui ont fourni des données au service pour chaque marché (titres à revenu fixe et titres de participation). Pour chaque marché, les produits excédentaires seront répartis en fonction de la proportion de chaque société qui a fourni des données du nombre total d'opérations pour ce marché, et		fournisseurs et aux abonnés. La TSX conservera les frais d'adminstration et de connexion au marché.

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
	fonction de leur quote-part d'opérations de l'ensemble du marché sur le marché SNP.			également en fonction du fait que l'entité a fourni des informations avant et après l'opération, ou des informations uniquement après l'opération. Les sociétés qui fournissent les deux types d'informations recevraient une proportion plus importante. Dans le modèle, la remise d'informations postérieures à l'opération représenterait 50 % du calcul de la quote-part de produits de chaque entité, et les 50 % restants		

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
				seraient attribués à des entités qui sont aussi des fournisseurs d'informations antérieures à l'opération. Toutefois, le modèle pourrait être modifié par une pondération qui pourrait être raisonnable pour un marché en particulier. La proportion des produits nets de la société qui a fourni des données = [(50 % de la proportion des opérations totales pour le marché de la société qui a fourni des données) + (50 % de la		

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)
				proportion du nombre total d'opérations de la société qui a fourni des données de l'ensemble des sociétés qui fournissent des informations antérieures à l'opération, si ces informations sont également fournies)]. La quote-part des produits d'une société qui a fourni des données = produits nets pour le marché net multiplié par la proportion des produits nets de la société qui a contribué.		

ANNEXE A

RÉSUMÉ DES CANDIDATURES REÇUES

Description	CanPX (Titres à revenu fixe)	Gmarkets (Titres à revenu fixe)	TSX/CanDeal (Titres à revenu fixe)	Bourse de Montréal (Titres de participation et à revenu fixe)	CDS inc. (Titres de participation et à revenu fixe)	TSX (Titres de participation)

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 8°, 32° et 34° et a. 331.2°)

Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, telle que modifiée par la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2006, c. 50, le Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, dont le texte est publié ci-dessous, pourra être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de sa publication au Bulletin de l'Autorité.

Vous trouverez également ci-dessous, le projet de modification de l'Instruction générale relative au *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché.*

Consultation

Toute personne intéressée à formuler des commentaires à ce sujet est priée de les faire parvenir, par écrit, avant l'expiration du délai de 90 jours de la présente publication, à savoir le 19 juillet 2007, à :

Me Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria, 22^{e} étage
C.P. 246
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-8381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements complémentaires

Des renseignements complémentaires peuvent être obtenus en s'adressant à :

M. Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Téléphone : (514) 395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 (877) 525-0337, poste 4358

Numéro de télécopieur : (514) 873-7455
Courriel : serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Le 20 avril 2007

Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 2°, 3°, 8°, 9.1°, 15°, 26 , 32° et 34° et a. 331.2)

Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, telle que modifiée par la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2006, c. 50, le Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, dont le texte est publié ci-dessous, pourra être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de sa publication au Bulletin de l'Autorité.

Vous trouverez également ci-dessous, le projet de modification de l'Instruction générale relative au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*.

Consultation

Toute personne intéressée à formuler des commentaires à ce sujet est priée de les faire parvenir, par écrit, avant l'expiration du délai de 90 jours de la présente publication, à savoir le 19 juillet 2007, à :

Me Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-8381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements complémentaires

Des renseignements complémentaires peuvent être obtenus en s'adressant à :

M. Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Téléphone : (514) 395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 (877) 525-0337, poste 4358
Numéro de télécopieur : (514) 873-7455
Courriel : serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Le 20 avril 2007

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

Projet de Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, projet de Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* et projet de modification des règles universelles d'intégrité du marché connexes

I. INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») et Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») ont préparé le présent avis conjoint. Étant donné que le changement du cadre réglementaire entraînera la modification des règlements établis par les ACVM et des modifications corrélatives des règles universelles d'intégrité du marché (les « RUIM ») de SRM, les ACVM et SRM estiment important de publier un avis conjoint afin d'assurer l'uniformité de l'information et d'en faciliter la communication aux participants au marché. Même si les ACVM et SRM ont convenu du contenu du présent avis, certaines modifications sont proposées par les ACVM et d'autres par SRM. Nous avons expressément indiqué les modifications qui sont proposées par l'un ou l'autre. Sauf indication contraire, dans le présent avis, le terme « nous » renvoie aux ACVM et à SRM, collectivement.

Les ACVM publient pour consultation un projet de Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 »), un projet de Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») (ensemble, les « textes sur les SNP ») et des projets de modification des instructions générales connexes. Entrés en vigueur en décembre 2001, les textes sur les SNP, qui se voulaient une réponse à l'évolution des marchés, visaient à instaurer un régime qui permette la concurrence entre les bourses traditionnelles et les autres marchés, tout en veillant à ce que la négociation soit équitable et efficiente[1].

L'évolution récente du marché a donné lieu à un examen des règles en vigueur. À la suite de cet examen, les ACVM ont conclu que des modifications devraient être apportées aux textes sur les SNP afin de tenir compte de l'environnement actuel[2]. Les ACVM ont principalement concentré leurs efforts sur les trois projets suivants :

(1) une réflexion portant sur les transactions hors cours qui présente un cadre souple devant permettre de promouvoir le principe voulant que tous les participants au marché soient traités équitablement, en exigeant que tous les ordres à cours limité visibles qui sont immédiatement accessibles et sont dotés d'un meilleur cours, quel que soit le marché sur lequel ils sont saisis, soient exécutés avant les ordres à cours limité dotés d'un cours inférieur;

(2) la modification de l'obligation de meilleure exécution, qui limite actuellement la meilleure exécution à l'obtention du meilleur cours, afin de donner une description plus générale des facteurs à

---

[1] Pour une mise en contexte, voir le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec, Vol. XXX, n° 34, 1999-08-27, le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec, Vol. XXXII, n° 35, 2001-09-31 et le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 01, n° 20, 2004-06-18.

[2] Les ACVM ont modifié certaines autres dispositions des textes sur les SNP dans le cadre d'un processus qui s'est terminé à la fin de décembre 2006. Elles ont ainsi prolongé la période de validité des dispenses des obligations relatives à la transparence des obligations d'État et à la piste de vérification électronique, et ont réaffirmé leur position sur l'obligation de meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés.

prendre en considération pour tenter d'obtenir la meilleure exécution, notamment le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction[3];

(3) la modification de la réglementation de sorte qu'elle prévoie les obligations que doivent respecter les personnes autres que des courtiers pour avoir accès à un marché, notamment celle de conclure une entente avec une bourse ou un fournisseur de services de réglementation[4].

SRM publie simultanément un projet de modifications corrélatives des RUIM rendu nécessaire par suite des modifications proposées par les ACVM. SRM est reconnue à titre d'entité d'autoréglementation qui fournit des services de réglementation pour l'application des textes sur les SNP. SRM a adopté un ensemble commun de principes d'intégrité du marché, les RUIM, qui s'appliquent à toutes les personnes réglementées qui participent aux marchés pour lesquels SRM est le fournisseur de services de réglementation. Le fournisseur de services de réglementation fournit des services de réglementation à ses membres (les « systèmes de négociation parallèles » ou « SNP ») et conclut des ententes aux termes desquelles il s'engage à rendre de tels services pour le compte de bourses. Ainsi, les RUIM permettent l'exploitation de marchés des titres de participation en concurrence au Canada conformément à un ensemble commun de règles de négociation régissant diverses pratiques de négociation, notamment les pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses, les ventes à découvert, les transactions en avance sur le marché, les obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours, la saisie et la diffusion des ordres, la priorité aux clients et les transactions pour compte propre sur ordres clients. Étant donné que les RUIM émanent d'une entité d'autoréglementation, les exigences prévues par celles-ci doivent être conformes à la législation en valeurs mobilières applicable, notamment aux textes sur les SNP.

Dans la partie II du présent avis, nous analysons les faits nouveaux sur les marchés des titres de participation, les théories sur la structure de marché et l'évolution des comportements de négociation afin de déterminer si des modifications doivent être apportées à la structure ou à l'objectif actuel du marché. Pour obtenir une mise en contexte, veuillez vous reporter à l'annexe A, où nous exposons les théories passées et actuelles sur la façon dont les marchés doivent être structurés et les règlements qui ont été pris pour promouvoir les objectifs qui sous-tendent ces théories.

Dans la partie III, nous examinons les mesures réglementaires proposées et la manière dont elles sont censées permettre la mise en place de la structure de marché privilégiée et l'atteinte des objectifs visés (ainsi que les solutions de rechange ayant été examinées et les raisons pour lesquelles elles n'ont pas été retenues). Dans cette partie, nous présentons également un exposé des projets de modification des textes sur les SNP et de modification corrélative des RUIM.

II. FAITS NOUVEAUX ET CONTEXTE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES

Dans la présente partie, nous analysons l'évolution des marchés des titres de participation et des théories sur la structure de marché afin de déterminer si un marché intégré demeure la structure à privilégier.

A. Faits nouveaux

1. SNP négociant des titres de participation cotés au Canada. Jusqu'en 2005, les SNP exploités au Canada aux termes des textes sur les SNP étaient établis à l'étranger et n'exécutaient pas d'opérations sur des titres cotés au Canada. Les opérations sur des titres cotés au Canada n'étaient exécutées que par l'intermédiaire de la TSX, de la Bourse de croissance TSX et, plus récemment, du Canadian Trading

[3] Projet de modification du Règlement 23-101, partie 4.

[4] Projet de modification du Règlement 23-101, parties 7 et 8.

and Quotation System (le « CNQ »)[5]. Étant donné que de multiples marchés actuellement exploités au Canada ont recours à différentes méthodes pour négocier les mêmes titres, un certain nombre de questions doivent être examinées à nouveau, notamment le bien-fondé des objectifs et des outils[6] des marchés concurrents. À l'heure actuelle, BlockBook, le marché Pure Trading du CNQ, Bloomberg, Shorcan et Liquidnet négocient des titres cotés à la TSX, et TriAct prévoit en négocier dès qu'il aura commencé ses activités. Liquidnet négocie également des titres cotés à la Bourse de croissance TSX. Les autres marchés précités ont aussi indiqué qu'ils pourraient étendre leurs activités de négociation aux titres cotés à la Bourse de croissance TSX à une date ultérieure.

2. Évolution des théories sur le mode de concurrence des marchés. Par le passé, on supposait que la concurrence entre les marchés s'exerçait uniquement sur le plan des cours. Cette hypothèse était étayée par des règles aux termes desquelles la meilleure exécution correspondait au meilleur cours. Nous avons observé que les textes sur les SNP ont facilité la concurrence et l'innovation sur le marché canadien en permettant la création de nouveaux marchés comportant divers modèles de négociation, notamment des mécanismes de négociation répondant à certains besoins particuliers, comme les opérations en bloc et les marchés spécialisés auxquels seul un sous-ensemble de participants peut avoir accès (par exemple les investisseurs institutionnels ou les courtiers). On élabore actuellement de nouvelles technologies de négociation visant à permettre aux courtiers et à d'autres personnes de négocier directement sur le marché.

Les marchés peuvent désormais se faire concurrence en tentant d'améliorer les divers mécanismes de négociation existants, par exemple en se distinguant sur le plan des cours, des coûts d'exécution, de la liquidité et de la rapidité d'exécution[7]. Les organismes de réglementation ont reconnu ce fait dans le cadre de leur réexamen de certaines questions relatives à la meilleure exécution en vue de tenir compte d'autres facteurs que le cours[8].

3. Décimalisation. Aux États-Unis, on a commencé à utiliser la décimalisation dans la formation des cours en 2001. Bien que le Canada ait adopté la décimalisation avant les États-Unis, la cotation en cents a débuté en 2001. L'étude du Government Accountability Office des États-Unis portant sur l'utilisation de la décimalisation dans la formation des cours a indiqué que, bien que les coûts de négociation calculés en fonction des écarts aient diminué en raison de la décimalisation, les stratégies de négociation se sont également adaptées. Les négociateurs se sont adaptés en exécutant des ordres de moindre envergure et en utilisant davantage les SNP, car la décimalisation réduisait l'écart minimum et le risque assumé par d'autres négociateurs qui font passer leurs ordres avant les ordres de plus grande envergure[9]. Toutefois, la réduction de la taille des ordres à cours limité pourrait mener à une diminution de l'efficience du

---

5 En 1999, la Bourse de Toronto, la Bourse de Montréal, la Vancouver Stock Exchange (la « VSE ») et l'Alberta Stock Exchange (l'« ASE ») ont conclu une convention aux termes de laquelle chacune d'elles serait spécialisée et aucune ne ferait concurrence aux autres pendant 10 ans. La Winnipeg Stock Exchange a fusionné avec l'entité issue de la fusion de l'ASE et de la VSE.

6 Par exemple, toute technologie ou autre méthode à l'appui des objectifs.

7 La littérature didactique actuelle indique que les marchés se font concurrence sur le plan de la rapidité d'exécution, de la profondeur du marché, de l'anonymat et des prix (Conrad, Johnson et Wahal, *Institutional Trading and Alternative Trading Systems*).

8 Voir, par exemple, le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirects au moyen des courtages,* publié le 4 février 2005 par le personnel de la BCSC, de l'ASC, de la CVM, de l'AMF et de la CVMO, qui avait pour objet de présenter un certain nombre de questions liées à la meilleure exécution et aux accords de paiement indirects au moyen des courtages en vue de recueillir des commentaires. Voir la partie III.B du présent avis pour un exposé des modifications proposées.

9 Decimal pricing has contributed to lower trading costs and more challenging trading environment (Government Accountability Office des États-Unis, mai 2005).

marché étant donné l'intérêt moindre affiché pour un titre en termes de quantité et de profondeur du marché.

4. Accroissement de l'utilisation de marchés n'ayant pas d'exigences de transparence de l'information avant les opérations et de mécanismes d'appariement. Les négociateurs non informés accordent de l'importance à la transparence[10]. Il s'avère que les investisseurs institutionnels utilisent des SNP lorsqu'ils sont bien informés, et le marché des grandes opérations en bloc (*upstairs market*) lorsqu'ils ne le sont pas. Ce constat repose entre autres sur le fait que les investisseurs institutionnels utilisent de plus en plus de marchés qui n'ont pas d'exigences de transparence de l'information avant les opérations, c'est-à-dire des marchés sur lesquels aucun ordre ni aucun cours n'est disponible. D'autres facteurs expliquent la popularité croissante de ces mécanismes, notamment les préoccupations concernant la fuite de renseignements et l'anonymat.

Certains de ces systèmes sont des réseaux assurant les applications (*crossing networks*) qui permettent de négocier des ordres à un cours situé entre le cours acheteur et le cours vendeur indiqués sur un marché transparent, tandis que d'autres permettent la négociation séquentielle jusqu'à ce qu'il y ait appariement des ordres. Le retrait d'information du registre entrave l'intégration de l'information dans les cours. La diminution de la transparence de l'information et le fait que le flux des ordres abandonne le marché transparent dominant détériorent la formation des cours en général.

5. Nombre accru de mécanismes permettant l'internalisation. En outre, les systèmes de gestion des ordres permettent davantage aux courtiers et aux grands investisseurs institutionnels de regrouper les multiples sources d'ordres et de les apparier. Ces ordres doivent être disséminés sur un marché, mais ils sont appariés au moyen du système du courtier ou de l'investisseur institutionnel sans qu'ils ne figurent dans le registre du marché.

Au Canada, cette tendance vers l'internalisation des appariements avant la saisie des ordres sur un marché découle de la technologie existante qui permet de donner la priorité aux ordres internes à un cours donné. Par exemple, le moteur de négociation de la TSX cherche à apparier les ordres des clients d'un même courtier et leur donne la priorité avant de les apparier avec les ordres des clients d'autres courtiers.

L'internalisation soulève des questions sur la valeur de l'information figurant dans le registre et le processus de formation des cours.

6. Suppression des obligations de consolidation des données et d'intégration des marchés. En 2001, les textes sur les SNP visaient un certain nombre d'objectifs réglementaires, notamment donner aux investisseurs le choix de la méthode d'exécution et du type de marché, et améliorer la formation des cours et l'intégrité des marchés. En outre, ils prévoyaient des obligations en matière de consolidation des données et d'intégration des marchés visant à réduire les effets négatifs de la négociation d'un même titre sur plusieurs marchés, ainsi que des règles portant sur les activités de marchés. En raison de l'incertitude quant aux types et au nombre de marchés qui seraient créés, l'entrée en vigueur de ces obligations a été reportée, et on a confié à un comité sectoriel le mandat d'étudier tout particulièrement ces questions. En 2003, les textes sur les SNP ont été modifiés par la suppression des concepts de consolidateur de données et d'intégrateur de marchés suivant la recommandation du comité sectoriel pour qui ces concepts n'étaient pas nécessaires en raison de l'obligation de meilleure exécution applicable aux courtiers et des obligations des marchés en matière d'accès équitable (lesquels diffuseraient l'information par l'intermédiaire des fournisseurs d'information). Malgré la suppression de l'obligation de consolidation des données, les textes sur les SNP exigeaient toujours des marchés qu'ils fournissent des données sur les ordres et les opérations sur titres à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information. Malgré les obligations actuelles, certains membres du secteur ont exprimé des inquiétudes au sujet de l'incapacité ou de la difficulté à respecter l'obligation de

[10] Island Goes Dark; Transparency, Fragmentation and Regulation (2005) 18 Review of Financial Studies 743-793 (759).

meilleure exécution et d'autres obligations en l'absence d'une liste réglementée officielle indiquant où se trouvent les ordres dotés du meilleur cours. En outre, SRM pourrait être tenue de créer sa propre liste consolidée pour l'application de la réglementation.

B. Orientations prises dans d'autres territoires

1. Faits nouveaux aux États-Unis. La structure des marchés aux États-Unis a évolué récemment. Le 6 avril 2005, la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») a approuvé par trois voix contre deux le règlement dit *Regulation NMS*, qui modifiera de façon considérable les règles sur les transactions hors cours aux États-Unis.

Traditionnellement, les règles sur les transactions hors cours étaient établies aux États-Unis individuellement par le marché concerné. Jusqu'à récemment, le NASDAQ fonctionnait sans avoir adopté de règles sur les transactions hors cours. Le New York Stock Exchange (le « NYSE ») a adopté une règle pour les titres qui y sont cotés. Puisque le NYSE n'était pas un marché électronique, les SNP négociant des titres cotés sur le NYSE se sont plaints du fait que la règle sur les transactions hors cours leur nuisait considérablement; en effet, ils étaient tenus d'envoyer des ordres au NYSE pour respecter l'interdiction de ne pas procéder à des transactions hors cours, ce qui pouvait entraîner des délais importants dans l'exécution des ordres et, partant, diminuait la principale valeur du service offert par les SNP, soit exécuter des ordres avec rapidité et certitude.

Le règlement dit *Regulation NMS* exige des places financières[11] qu'elles établissent, maintiennent et fassent respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours et, si elles se prévalent d'une des exceptions prévues, qui sont raisonnablement conçues pour garantir la conformité aux modalités de l'exception. Pour être protégé, un cours doit être immédiatement et automatiquement accessible. La protection contre les transactions hors cours s'applique à la meilleure offre d'achat et offre de vente provenant de chaque type de participant, sur tous les marchés. Cette protection des ordres se traduit notamment par l'augmentation des liens entre les marchés. Le règlement dit *Regulation NMS* prévoit un certain nombre d'exceptions aux obligations de « protection des ordres », qui concernent notamment : les ordres au premier ou au dernier cours, les marchés croisés, les ordres de référence dont les principales modalités ne sont pas connues, les ordres de balayage intermarchés, les retards d'exécution causés par des problèmes éprouvés par des systèmes et la cotation oscillante.

Depuis le 5 mars 2007, date à laquelle la phase du règlement dit *Regulation NMS* relative aux « négociations » a débuté, les marchés sont tenus d'avoir la capacité d'acheminer des ordres à d'autres systèmes. La mise en œuvre du règlement dit *Regulation NMS* se poursuivra jusqu'au 9 juillet 2007, date à laquelle les maisons de courtage seront tenues de se conformer aux dispositions en matière de transactions hors cours prévues par ce règlement sur 250 titres visés par le programme pilote. Tous les titres seront introduits sur le marché le 20 août 2007 et le programme prendra fin le 8 octobre 2007.

2. Faits nouveaux en Europe. L'Union européenne (UE) se prépare à mettre en œuvre la directive concernant les marchés d'instruments financiers (la « directive MIF ») dans le cadre de son plan d'action pour les services financiers, qui vise à créer un marché unique dans le secteur des services financiers au sein de l'UE. La directive MIF s'intéresse à la meilleure exécution et exigera des pays membres de l'UE l'adoption de la même politique. Pour la plupart des pays membres de l'UE, le cours n'est pas le seul facteur à considérer pour déterminer la meilleure exécution.

---

[11] Une « place financière » (au sens de *trading center*) est, en vertu du règlement dit *Regulation NMS*, « [TRADUCTION] une bourse nationale de valeurs mobilières ou une association nationale de valeurs mobilières qui exploite un mécanisme de négociation d'un OAR, un système de négociation parallèle, un teneur de marché boursier, un teneur de marché hors bourse ou tout autre courtier qui exécute des ordres à l'interne en négociant pour compte propre ou en faisant l'application d'ordres en qualité de mandataire ».

La Financial Services Authority du Royaume-Uni n'a pas adopté de règle en matière de transactions hors cours, contrairement à la London Stock Exchange[12].

C. Structure de marché privilégiée à l'heure actuelle

À l'occasion de nos consultations et de l'examen d'études récentes, nous avons remarqué que la plupart des participants au marché estiment que l'idéal serait d'avoir des marchés de titres de participation intégrés. Même si cela ne veut pas dire qu'il y aurait obligatoirement des liens entre les marchés, le principe serait que, pour réduire les effets négatifs de la négociation d'un même titre sur plusieurs marchés, leurs participants devraient avoir accès à l'information et aux ordres. Les motifs ou les principes justifiant la structure de marché à privilégier (les « objectifs ») reflètent les aspects suivants : la formation des cours, la liquidité, la concurrence, l'innovation, l'intégrité du marché et l'équité.

La plupart des spécialistes en structure de marchés estiment que le manque de transparence et d'intégration constitue la principale raison de l'existence d'une concurrence imparfaite entre les marchés de valeurs mobilières et que les changements à la réglementation qui favorisent la concurrence et facilitent l'intégration ont pour effet de rehausser la qualité du marché[13].

Nous sommes d'avis qu'il y a toujours de la place pour un marché dont la structure favorise l'interaction des ordres, crée des incitatifs à placer des ordres à cours limité transparents et permet aux participants de repérer les meilleurs ordres à cours limité disponibles et de les exécuter. Selon les participants au marché et les intervenants, l'idéal serait une structure qui unirait tous les types de participants d'une manière transparente et efficiente. L'accès au marché par différents types de participants exige que les règles soient appliquées à tous les participants de manière appropriée afin de favoriser l'équité. Les objectifs énoncés ci-dessus sont toujours pertinents. Une certaine diminution de la transparence des marchés et de la concurrence pouvant exister entre eux sur des plans autres que les cours ne discrédite aucunement, selon nous, l'objectif de créer des marchés intégrés.

III. MESURES RÉGLEMENTAIRES PROPOSÉES

Compte tenu de l'apparition de nouveaux marchés sur lesquels se négocient les mêmes titres, nous réfléchissons sur la nécessité de mettre en œuvre des mesures réglementaires pour assurer le respect continu des objectifs énoncés précédemment (formation des cours, liquidité, concurrence, innovation, intégrité du marché et équité). Pour ce faire, nous avons axé notre réflexion sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès.

Dans un contexte de multiplicité des marchés, nous avons repéré des divergences dans l'application des règles actuelles aux participants au marché. Par exemple, la règle actuelle des RUIM portant sur les transactions hors cours (l'obligation d'exécution au meilleur cours) ne s'applique qu'aux courtiers. Comme certains nouveaux marchés offrent un accès direct aux adhérents qui ne sont pas des courtiers, certains participants ne sont actuellement assujettis à aucune règle en matière de transactions hors cours.

En ce qui a trait à la meilleure exécution, des innovations et des faits nouveaux ont modifié la manière dont les marchés se livrent concurrence. Désormais, la concurrence ne se joue plus uniquement sur le plan des cours et, par conséquent, les obligations doivent être actualisées de façon à tenir compte du contexte actuel. En outre, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, l'accès direct aux marchés n'est plus limité aux courtiers. Il en résulte que les participants qui ne sont pas des courtiers sont assujettis à différents régimes suivant la méthode employée pour accéder à un marché.

---

[12] Les Rules 4425 et 4426 de la London Stock Exchange visant les titres cotés sur SETSmm, les Rules 5520 et 5521 visant les titres cotés sur SEAQ et les Rules 6000 et 6225 visant les titres cotés sur SEATS Plus.

[13] *Island Goes Dark; Transparency, Fragmentation and Regulation* (2005) 18 Review of Financial Studies 743-793.

Dans la partie A ci-dessous, nous présentons une proposition sur la protection contre les transactions hors cours (dans l'encadré), le contexte et les aspects clés de la proposition ainsi que sur les solutions de rechange qui ont été étudiées. Toutefois, nous ne publions pas pour l'heure de projet de règles ou de règlement sur les transactions hors cours. Dans la partie B, nous traitons de la meilleure exécution et décrivons les modifications proposées aux textes sur les SNP, le contexte et les aspects clés des modifications, ainsi que les modifications corrélatives des RUIM. La partie C porte sur les obligations en matière d'accès pour les personnes autres que des courtiers et décrit les modifications proposées aux textes sur les SNP, le contexte et les aspects clés des modifications, ainsi que les modifications corrélatives des RUIM. Dans la partie D, nous examinons d'autres modifications proposées aux textes sur les SNP.

A. Protection contre les transactions hors cours

Pour le moment, nous publions seulement une proposition visant les transactions hors cours afin de présenter l'orientation envisagée à l'heure actuelle, bien que cette question ne soit pas encore résolue. Comme en font foi les commentaires formulés en réponse au document de discussion, il existe divers points de vue et, avant de publier des projets de règles ou de règlement précis, nous aimerions solliciter des commentaires au sujet de l'orientation de la proposition.

Description de la proposition visant les transactions hors cours

Proposition générale

- Exiger de chaque marché qu'il établisse, maintienne et fasse respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours (cette disposition est similaire à la règle générale du règlement dit *Regulation NMS*).

- Exiger des marchés qu'ils examinent régulièrement l'efficacité des politiques et procédures et prennent rapidement des mesures afin de corriger les lacunes.

Application

- L'interdiction de procéder à des transactions hors cours s'appliquerait à un « ordre protégé » à l'achat ou à la vente de « titres cotés »[14] (à l'exclusion des dérivés).

- Nous considérerions un « ordre protégé » comme un ordre à cours limité (autre qu'un « ordre exclu ») qui est affiché et qui peut être « immédiatement et automatiquement » exécuté.

- Un « ordre exclu » serait défini comme un ordre assorti de conditions particulières dont le cours ne peut être établi au moment de la saisie de l'ordre ou est établi en fonction des cours obtenus dans le cadre d'une ou de plusieurs opérations sur dérivés (un tel ordre ferait l'objet d'une dispense similaire aux dispenses actuellement prévues par les RUIM).

Exceptions – Situations où l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait pas

- L'ordre a été affiché par un marché qui éprouvait un problème avec ses systèmes (une « panne, un retard important ou un mauvais fonctionnement important de ses systèmes ou de son matériel »).

- L'ordre a été désigné comme un « ordre de balayage intermarchés » (nouveau type d'ordre qui faciliterait l'observation de ces nouvelles règles – voir ci-après).

- La transaction hors cours découle d'une cotation oscillante.

1. Contexte

Le 22 juillet 2005, les ACVM ont publié le Document de discussion 23-403, *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours* (le « document de discussion »)[15]. Le document de discussion traitait des faits nouveaux sur les marchés et des incidences pour notre marché, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours (l'« interdiction de procéder à des transactions hors cours »).

---

[14] Dans les textes sur les SNP, un « titre coté » est défini comme un titre inscrit à la cote d'une Bourse reconnue ou coté sur un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, ou inscrit à la cote d'une Bourse ou coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu pour l'application des textes sur les SNP.

[15] Pour une mise en contexte, voir le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 29, 2005-07-22.

Les règles actuelles relatives à la protection contre les transactions hors cours sont énoncées dans les RUIM administrées par SRM[16]. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours est notamment mentionnée en relation avec l'obligation d'exécution au meilleur cours prévue dans les RUIM. Jusqu'à dernièrement, les règles ne soulevaient aucune question en raison des facteurs suivants :

- il n'existait pas plusieurs marchés négociant les mêmes titres au Canada[17];
- les systèmes des marchés existants faisaient respecter l'obligation d'exécution au meilleur cours;
- seuls les courtiers avaient un accès direct aux marchés existants.

Avec la mise sur pied de nouveaux SNP, l'existence de plusieurs marchés négociant les mêmes titres a recentré l'attention sur les règles actuelles se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. SRM surveille les négociations sur les marchés qu'elle réglemente afin de détecter les transactions hors cours. À l'heure actuelle, nous ne disposons pas de données suffisantes sur les opérations effectuées sur plusieurs marchés ni d'une assez grande expérience de ces opérations pour tirer des conclusions. SRM poursuivra sa surveillance avec l'apparition de nouveaux marchés.

Le document de discussion posait un certain nombre de questions destinées à cerner les valeurs et les règles importantes pour les participants au marché canadien. En raison de l'importance des questions relatives à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et de leur incidence possible sur les marchés des capitaux du Canada, les ACVM ont organisé une tribune publique le 14 octobre 2005 afin de permettre à tous les intéressés de participer aux discussions se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours[18].

Les ACVM ont reçu 29 lettres de commentaires des marchés, des courtiers et des investisseurs institutionnels de taille importante, et elles ont reçu des commentaires au sujet d'un certain nombre de questions soulevées dans le document de discussion à l'égard desquelles il ne s'est souvent pas dégagé d'opinion majoritaire, les points de vue étant partagés environ à parts égales. Toutefois, la majorité des personnes ayant formulé des commentaires ont indiqué qu'elles étaient d'avis que la totalité des ordres visibles dotés d'un meilleur cours devraient être exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur. Ce point de vue constitue le principe à la base d'un règlement portant sur les transactions hors cours.

Bon nombre de participants au marché estiment que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est essentielle pour maintenir la confiance des investisseurs et l'équité de nos marchés. On peut avancer que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours incite les investisseurs à passer des ordres à cours limité étant donné qu'ils sont confiants que, si leur ordre est doté du meilleur cours, il sera protégé et exécuté avant les ordres dotés d'un cours inférieur. Cette situation engendre la confiance, accroît la liquidité du marché et augmente l'efficacité du processus de formation des cours.

---

16 Voir la Règle 5.2 des RUIM.

17 Voir la note de bas de page n° 5.

18 La transcription de la tribune sur les transactions hors cours est publiée sur le site Web de la CVMO, à l'adresse suivante :

http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part2/rule_20051014_23-403_trade-through-forum.pdf.

2. Aspects clés

Compte tenu de l'analyse présentée ci-dessus, nous avons cherché à élaborer un cadre qui protégerait la totalité des ordres à cours limité visibles, immédiatement accessibles et dotés d'un meilleur cours sur tous les marchés. Voici un résumé des aspects clés du cadre proposé.

a) *L'obligation d'éviter de procéder à des transactions hors cours fait partie du devoir de l'ensemble des participants au marché envers le marché en général*

La vaste majorité des personnes qui ont formulé des commentaires estiment que l'obligation d'éviter de procéder à des transactions hors cours fait partie du devoir de l'ensemble des participants au marché envers les marchés des capitaux (et n'est pas fondée sur l'obligation fiduciaire). Il est utile d'avoir une règle qui protège les ordres à cours limité visibles sur tous les marchés étant donné qu'elle peut favoriser la transparence et la perception d'équité. La proposition visant les transactions hors cours s'appliquerait à tous les participants au marché (aussi bien aux courtiers qu'aux autres participants). Cette solution a pour but de favoriser la formation des cours, l'intégration et l'équité lorsqu'il existe différents types de marchés et d'accès.

b) *Tous les marchés seraient tenus d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions à un cours inférieur à celui d'un ordre visible sur tout marché*[19]

Pour ce qui est de déterminer à qui incombe l'obligation d'empêcher l'exécution de transactions hors cours (au marché ou au participant au marché), environ la moitié des personnes qui ont formulé des commentaires estiment qu'elle incombe au marché et environ la moitié estiment qu'elle incombe à chacun des participants au marché.

Nous proposons d'imposer aux marchés l'obligation générale d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions hors cours sur un marché et d'un marché à l'autre. Le secteur serait ainsi en mesure de déterminer la meilleure façon de mettre en œuvre les changements nécessaires. L'objectif visé consisterait à favoriser la formation des cours, la concurrence et l'équité.

L'imposition de cette obligation aux marchés nécessiterait un suivi et une application efficaces des politiques et procédures du marché ainsi qu'un suivi de la façon dont elles sont mises en œuvre. Pour l'heure, on prévoit qu'il reviendrait aux ACVM de vérifier et de faire en sorte que les bourses observent l'obligation générale (suivant le modèle de l'autorité responsable) et qu'il reviendrait à SRM de faire en sorte que les SNP respectent cette obligation. Selon la manière dont un marché s'acquitte de ses obligations, il pourrait également être nécessaire de surveiller les courtiers et les autres personnes conformément aux dispositions en matière d'accès du Règlement 23-101. Afin d'assurer l'uniformité des obligations et de la surveillance, SRM apportera des modifications qui correspondent aux obligations imposées par les ACVM.

Il est important de noter que le fait d'imposer aux marchés l'obligation d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions hors cours ne signifie pas que les marchés seraient tenus d'établir des liens entre eux. Bon nombre des commentaires reçus présument que le fait d'imposer cette obligation aux marchés entraînerait l'établissement de liens obligatoires.

---

[19] Le terme « marché » désigne un marché canadien (une bourse, un système de cotation et de déclaration d'opérations ou un SNP).

À notre avis, un marché pourrait avoir recours à différentes méthodes pour respecter son obligation en matière de politiques et de procédures sans obligatoirement établir des liens, notamment les suivantes.

- Empêcher la saisie sur le marché des ordres qui ne sont pas dotés du meilleur cours disponible.

- Empêcher l'exécution des ordres qui ne sont pas dotés du meilleur cours.

- Permettre l'amélioration des cours de manière à ce qu'une opération soit exécutée au même cours ou à un meilleur cours que le cours disponible sur un autre marché.

- Exiger que les participants prennent certaines mesures précises ou confirment de manière plus générale leurs propres politiques et procédures.

- Permettre la saisie d'« ordre de balayage intermarchés » (au sens attribué à ce terme ci-après).

- Établir volontairement des liens (directs ou indirects par l'intermédiaire d'une entité ayant accès à d'autres marchés) avec les autres marchés afin d'acheminer des ordres et de les apparier avec les meilleurs ordres à cours limité visibles disponibles.

Bien que chacun des marchés aurait l'obligation d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques écrites visant à empêcher l'exécution de transactions hors cours, les marchés pourraient choisir de se distinguer et d'offrir des services qui se démarquent de par la manière dont ils décideront de s'acquitter de cette obligation. Les marchés pourront adopter des politiques différentes; toutefois, le résultat devrait être le même pour tous les marchés, soit la réduction au minimum des transactions hors cours.

Nous sollicitons des commentaires portant plus particulièrement sur le bien-fondé d'imposer également aux participants au marché des restrictions relativement à l'exécution d'un ordre sur un marché étranger. Si l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est appliquée au niveau des marchés, les exigences d'un marché n'empêcheraient pas un participant au marché de contourner les ordres dotés d'un meilleur cours en négociant sur des marchés situés à l'extérieur du Canada. Il pourrait être nécessaire de protéger les ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché canadien en raison de l'importance que représentent les titres inscrits à la cote d'une bourse canadienne qui sont intercotés ou négociés sur un marché réglementé organisé à l'extérieur du Canada. La négociation de ces titres représente un pourcentage beaucoup plus élevé du volume d'opérations sur les marchés canadiens que sur les marchés américains, comme le NYSE. Le fait que la règle de protection des ordres prévue dans le règlement dit *Regulation NMS* ne tient pas compte des marchés étrangers pourrait s'expliquer par l'importance beaucoup moindre pour les marchés américains de la négociation à l'étranger de titres inscrits à la cote d'une bourse américaine. En outre, comme il est mentionné ci-dessus, on peut faire valoir que le processus de formation des cours revêt une plus grande importance pour les marchés canadiens étant donné que ces derniers ont une capacité d'absorption et une liquidité moindres que les marchés américains.

L'établissement d'une restriction supplémentaire pour les participants au marché aurait pour effet d'imposer le fardeau réglementaire à la fois aux marchés et aux participants au marché en ce qui concerne la négociation sur les marchés étrangers. Par conséquent, nous sollicitons des commentaires portant plus particulièrement sur le bien-fondé d'imposer directement aux participants au marché une restriction supplémentaire les obligeant à exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché canadien avant de le faire sur un marché étranger, ou à le faire simultanément sur un marché canadien et sur un marché étranger.

Question 1 : En plus d'imposer aux marchés l'obligation générale d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites visant à empêcher l'exécution de transactions hors cours, serait-il également nécessaire d'imposer aux participants au marché une restriction relativement à l'exécution de transactions sur les marchés étrangers?

Nous reconnaissons que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours aura vraisemblablement une incidence sur les coûts pour certains participants au marché. Nous préparerons une analyse coûts-avantages de la proposition visant les transactions hors cours et solliciterons des commentaires auprès des intéressés.

Question 2 : Quels sont les facteurs dont nous devrions tenir compte dans le cadre de notre analyse coûts-avantages de la proposition visant les transactions hors cours?

Question 3 : Souhaiteriez-vous participer à l'analyse coûts-avantages en nous faisant part de vos suggestions?

c) *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours s'appliquerait à tous les titres cotés (à l'exclusion des dérivés) visés par un « ordre protégé » (au sens attribué à ce terme ci-après)*

Nous proposons d'appliquer l'interdiction de procéder à des transactions hors cours principalement aux titres cotés (à l'exclusion des dérivés). La majorité des personnes qui ont formulé des commentaires estiment que la restriction ne devrait pas porter initialement sur les opérations sur titres à revenu fixe et sur dérivés, étant donné que chacun de ces titres possède des caractéristiques qui lui sont propres. Bien que nous prévoyions restreindre l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours aux titres cotés, à l'exclusion des dérivés, selon les résultats obtenus à la suite de sa mise en œuvre, nous pourrions examiner la possibilité d'établir ultérieurement des exigences similaires pour les titres à revenu fixe et les dérivés.

Sous réserve de certaines exceptions, la règle de protection des ordres prévue dans le règlement dit *Regulation NMS* s'applique pendant les heures normales de négociation (définies comme étant de 9 h 30 à 16 h 00 HE, sauf indication contraire). Nous examinons la possibilité de définir les heures normales de négociation dans un contexte réglementaire, ce qui est pertinent pour les besoins de la réglementation des transactions hors cours. Nous sollicitons plus particulièrement des commentaires au sujet du bien-fondé d'appliquer l'interdiction de procéder à des transactions hors cours uniquement pendant les heures normales de négociation (sous réserve de certaines exceptions mentionnées ci-après).

Question 4 : L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle s'appliquer uniquement pendant les heures normales de négociation? Dans l'affirmative, comment devrait-t-on définir le terme « heures normales de négociation »?

d) *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours s'appliquerait à la tranche visible de la totalité des ordres dotés d'un meilleur cours accessibles automatiquement (les « ordres protégés »), sans égard au marché sur lequel ils sont saisis*

La majorité des personnes qui ont formulé des commentaires sont en faveur de l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours à tous les ordres visibles, sans égard à leur emplacement dans le registre. Autrement dit, la majorité de ces personnes étaient en faveur d'une restriction portant sur la pleine profondeur du registre. Par conséquent, la proposition s'applique à la totalité des ordres protégés qui sont visibles. Ce point de vue diffère du modèle adopté aux États-Unis aux termes du règlement dit *Regulation NMS*, qui protège la tête du registre de chaque marché automatisé dont les ordres sont admissibles à la protection offerte.

Si une agence de traitement de l'information est en opération, il est prévu que celle-ci fournira de l'information à l'égard de la pleine profondeur du registre pour la totalité des ordres visibles portant sur des titres de participation. Toutefois, nous sollicitons des commentaires portant plus particulièrement sur

le bien-fondé de restreindre ou non la liste consolidée à un certain nombre de niveaux, par exemple les cinq premiers, et de limiter par la même occasion à ce nombre de niveaux l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

En outre, ainsi qu'il est mentionné ci-dessus, la proposition s'appliquerait uniquement aux « ordres protégés ». Nous avons inclus cette disposition afin de tenir compte des différentes méthodes de négociation employées par les marchés et d'établir une distinction entre les marchés automatisés et les marchés nécessitant une certaine forme d'intervention humaine. Cette distinction a pour but de promouvoir l'équité et l'innovation.

Question 5 : La liste consolidée (et, par extension, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours) devrait-elle se limiter aux cinq premiers niveaux? Serait-il plus approprié de fixer un autre nombre de niveaux (par exemple, la tête du registre) en matière de transactions hors cours? Quelle incidence l'absence d'agence de traitement des données fournissant de l'information centralisée sur les ordres et les opérations a-t-elle?

e) *La proposition visant les transactions hors cours imposerait un plafond au montant qu'un marché pourrait exiger pour donner accès à un ordre doté d'un meilleur cours*

Nous sommes d'avis qu'il est important de fixer un plafond quant aux droits d'accès à un cours pouvant être exigés par un marché visible. Ce plafond sert à garantir que le meilleur cours visible est le meilleur cours disponible compte tenu de ces droits d'accès et que l'inverse ne se produise pas, c'est-à-dire que ce qui semble être le meilleur cours ne le soit pas réellement en raison des droits d'accès déjà payés.

Il convient de noter que ce plafond porte uniquement sur les droits d'accès aux cours exigés par un marché. D'autres frais d'opération pourraient être envisagés dans le cadre de la meilleure exécution. Par le plafonnement des droits d'accès, nous aspirons à favoriser la comparabilité des cours sur tous les marchés, le but étant de limiter la variation entre le cours obtenu moyennant des droits d'accès et le cours affiché. Nous sollicitons plus particulièrement des commentaires au sujet du plafonnement des droits.

Question 6 : Devrait-on établir un plafond aux frais exigés par transaction pour accéder à un ordre sur un marché en matière de transactions hors cours?

f) *Marchés spécialisés*

Les textes sur les SNP en vigueur imposent aux SNP des obligations en matière d'accès équitable qui interdisent à un SNP d'imposer indûment à une personne ou société des interdictions, des conditions ou des restrictions à l'égard de l'accès à ses services. Selon notre interprétation des obligations en matière d'accès équitable, un SNP peut établir des critères restreignant l'accès à un type de participants au marché en particulier (par exemple, uniquement les adhérents institutionnels), tant que cette façon de faire ne va pas à l'encontre de l'intérêt public. En conséquence, de plus en plus de SNP limitent l'accès à un groupe en particulier (les « marchés spécialisés »). Cette capacité de restreindre l'accès est limitée par l'obligation pour le SNP qui atteint 20 % du volume d'opérations quotidien moyen pour un titre d'en informer l'autorité en valeurs mobilières compétente et de s'entretenir avec elle afin de déterminer s'il devrait être réglementé en tant que bourse (et ainsi être assujetti à une réglementation plus stricte). À ce moment-là, les ACVM examineraient en outre s'il est approprié pour le SNP de continuer à limiter l'accès.

Des modifications récentes aux RUIM confirment expressément qu'un courtier peut ne pas avoir l'obligation d'exécution au meilleur cours à l'égard d'un ordre doté du meilleur cours sur tous les

marchés[20]. Pour qu'un participant (au sens des RUIM) soit en mesure de démontrer qu'il a fait des « efforts raisonnables » pour exécuter un ordre client au meilleur cours, SRM s'attend à ce que le participant traite les ordres « dotés d'un meilleur cours » qui sont visibles sur un autre marché qui réunit toutes les conditions suivantes :

- il diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;

- il autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;

- il fournit une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée;

- il fournit l'appariement des ordres et l'exécution des transactions pleinement automatisés.

Question 7 : Les ACVM devraient-elles établir un seuil à partir duquel les SNP seraient tenus d'octroyer un accès à tous les groupes de participants au marché? Dans l'affirmative, quel est le seuil approprié?

En supposant que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours constitue une obligation envers le marché en général, pour l'application du règlement portant sur les transactions hors cours, les marchés spécialisés comportant des ordres à cours limité visibles et immédiatement accessibles ne devraient pas pratiquer de discrimination envers les non-membres. Selon cette obligation, les marchés spécialisés pourraient être tenus de permettre l'exécution d'ordres pour le compte de non-membres qui ont besoin d'avoir accès aux meilleurs cours. Ou encore, l'accès pourrait être fourni par l'intermédiaire d'un membre (ou d'un adhérent). Le membre (ou l'adhérent) exigerait alors des droits au non-membre en contrepartie de ce service. Autrement dit, un marché ne doit pas interdire l'accès aux non-membres qui accèdent à un cours par l'intermédiaire d'un membre (ou d'un adhérent) dans le but de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Il est important de noter que l'accès aux fins de l'exécution d'un ordre en particulier serait octroyé pour les besoins du respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et est distinct de l'accès ou de l'adhésion en général, qui peut comprendre la capacité d'afficher des ordres à cours limité et des ordres comportant des désignations diverses.

Question 8 : Devrait-on interdire aux marchés spécialisés de refuser l'accès aux non-membres, de manière à ce que ces derniers puissent accéder, par l'intermédiaire d'un membre (ou d'un adhérent), aux ordres à cours limité visibles et immédiatement accessibles afin de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

- ***Les SNP devraient-ils être tenus de fournir l'accès direct aux fins de l'exécution d'ordres si aucun adhérent n'offre ce service?***

- ***Cette solution est-elle commode?***

- ***Devrait-on établir pour les marchés spécialisés un seuil en pourcentage sous lequel l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait pas aux ordres ou aux opérations sur ce marché?***

g) *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours n'élimine pas ni ne réduit l'obligation de meilleure exécution à laquelle un participant est assujetti.*

[20] Voir l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-002 – Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels (26 février 2007).

Aux termes de la proposition visant les transactions hors cours, toutes les opérations sur titres cotés, à l'exclusion des dérivés, seraient assujetties aux obligations mentionnées ci-dessus. La proposition n'éliminerait pas l'obligation de meilleure exécution à laquelle un participant au marché est assujetti. Elle exigerait que les ordres soient exécutés au meilleur cours disponible; toutefois, le courtier ou le conseiller assujetti à l'obligation de meilleure exécution serait tenu de comprendre les caractéristiques et la qualité des marchés disponibles afin de déterminer à quel moment, vers quelle installation et de quelle manière les ordres doivent être acheminés. Un exposé plus détaillé de la meilleure exécution est présenté ci-après.

h) *Exceptions*

Comme nous l'avons mentionné précédemment, l'objectif général de la protection contre les transactions hors cours est de promouvoir un marché équitable, c'est-à-dire un marché où les tranches visibles des ordres à cours limité dotés du meilleur cours sont exécutées avant les ordres dotés de cours inférieurs. Cependant, il importe de reconnaître la grande complexité des questions liées à l'application de l'interdiction de procéder à quelque transaction hors cours que ce soit dans un contexte de multiplicité des marchés. La rapidité d'acheminement et d'exécution des ordres ajoute à la complexité. Selon nous, comme les marchés en concurrence offrent une rapidité et une certitude de l'exécution différentes, il est difficile d'assurer la protection des cours d'un marché à l'autre.

Le texte qui suit expose certaines exceptions possibles en vue de favoriser l'équité, l'innovation et la concurrence. Les exceptions à l'obligation générale doivent se justifier par des politiques et ne devraient pas fournir l'occasion de recourir à un arbitrage réglementaire entre des marchés. Par exemple, des participants ne devraient pas être encouragés à acheminer des ordres à un marché en particulier afin de se soustraire aux obligations réglementaires auxquelles les autres sont assujettis.

Pour les besoins de notre exposé, nous avons réparti les exceptions dans les catégories suivantes : les exceptions existantes aux termes des RUIM, les exceptions visant à faciliter l'application des règles proposées dans un contexte de multiplicité des marchés et d'autres exceptions qui se veulent une réponse équilibrée aux besoins potentiellement contradictoires des participants.

i. Exceptions existantes

À l'heure actuelle, aux termes des RUIM, un participant est tenu de déployer des efforts raisonnables pour s'assurer que les ordres sont exécutés au meilleur cours, sauf dans certaines circonstances. La majorité des personnes qui ont formulé des commentaires étaient en faveur du maintien des exceptions actuelles prévues par les RUIM, y compris les exceptions concernant les ordres assortis de conditions particulières. De façon générale, la règle évoquée ci-dessus ne s'applique pas aux trois grandes catégories d'ordres suivantes :

- les ordres dotés d'un cours qui n'est pas connu au moment de leur saisie ou de leur exécution (par exemple, les ordres au cours du marché, les ordres au dernier cours, les ordres au premier cours et les ordres à prix moyen pondéré en fonction du volume);

- les ordres dotés d'un cours établi en fonction des cours obtenus à l'occasion d'une ou de plusieurs opérations sur dérivés (par exemple, les ordres de base);

- les ordres dont l'exécution est assortie de certaines conditions (par exemple, les ordres assortis de conditions particulières).

En règle générale, nous sommes favorables à l'existence de ces grandes catégories d'ordres visés par une dispense. Toutefois, à l'heure actuelle, aux termes des RUIM, la règle s'applique tout de même aux ordres assortis de conditions particulières dans certaines circonstances. Le fait d'accorder une dispense générale pour tous les ordres assortis de conditions particulières risquerait d'entraîner des abus

s'il suffisait d'ajouter une condition à un ordre pour se soustraire à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Question 9 : Y a-t-il des types d'ordres assortis de conditions particulières qui ne devraient pas être visés par la dispense relative à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

ii. Exceptions visant à faciliter l'application des règles proposées

Exceptions relatives aux systèmes

Un marché peut à l'occasion éprouver des problèmes techniques. Nous estimons qu'il est nécessaire de prévoir une exception à l'obligation d'accéder aux ordres protégés lorsqu'un marché est aux prises avec l'un des problèmes suivants : une défaillance technique, un mauvais fonctionnement ou un retard important. Cette exception devrait procurer aux marchés la marge de manœuvre dont ils ont besoin lorsqu'ils traitent avec un marché dont les systèmes technologiques connaissent des difficultés (qu'elles puissent être résolues à brève échéance ou non). De plus, elle favoriserait le traitement équitable des participants en établissant clairement qu'un marché donné ne fonctionne pas comme il le devrait.

Cotation oscillante

Comme nous l'avons déjà dit, la rapidité avec laquelle les transactions ont lieu et la difficulté d'appliquer sur tous les marchés l'interdiction de procéder à des transactions hors cours font en sorte qu'il est presque impossible d'empêcher que de telles transactions ne se produisent. L'augmentation de la négociation algorithmique et de la négociation automatisée (*black-box trading*), qui génèrent des ordres multiples de courte durée (qui parfois sont saisis puis annulés en l'espace de quelques secondes) à l'égard de chaque transaction effectuée, a accru la rapidité avec laquelle les ordres dotés d'un meilleur cours s'affichent. Étant donné la fluctuation rapide des cours, il est possible que, du point de vue technique, des transactions hors cours se produisent, même si toutes les précautions raisonnables ont été prises et que des efforts légitimes ont été déployés en vue d'exécuter une transaction au meilleur cours disponible.

Nous envisageons d'ajouter une exception tenant compte du fait qu'une transaction pouvant sembler hors cours résulte dans les faits d'une cotation oscillante. Autrement dit, le cours constituait le meilleur cours disponible au moment de la saisie de l'ordre mais, du fait de la fluctuation rapide du cours, il ne correspondait plus au meilleur cours disponible au moment de l'exécution de l'ordre.

Question 10 : Existe-t-il actuellement des outils technologiques qui permettraient de surveiller les transactions hors cours et d'appliquer une exception pour la cotation oscillante?

Question 11 : L'exception devrait-elle uniquement s'appliquer pendant une période déterminée (par exemple, une seconde)? Dans l'affirmative, quelle est la période appropriée?

Ordre de balayage intermarchés

Un ordre de balayage intermarchés est un ordre qui indique que l'entité chargée de générer l'ordre (un participant ou un marché) a vérifié où se trouvent les meilleurs ordres disponibles qui soient visibles et dotés d'un meilleur cours et qu'elle s'efforce d'exécuter son ordre contre ces ordres. Un marché qui reçoit un « ordre de balayage intermarchés » n'a plus l'obligation de s'assurer qu'il n'existe pas de meilleur cours disponible. Cette exception peut également faciliter l'exécution immédiate d'ordres visant des blocs importants de titres. Ainsi, un participant au marché qui souhaite exécuter un ordre qui serait hors cours par rapport à un ou plusieurs ordres dotés de meilleurs cours sur d'autres marchés pourrait le faire s'il achemine simultanément un ou plusieurs ordres de balayage intermarchés en vue d'exécuter son ordre contre la taille intégrale affichée de chaque ordre doté d'un meilleur cours. Cette exception vise à faciliter le respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

iii. Autres exceptions

Négociation hors séance

Même si nous sollicitons des commentaires sur la question de savoir si l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait ou non s'appliquer pendant les « heures normales de négociation », il est à noter que les heures d'ouverture peuvent différer d'un marché à l'autre. Certains marchés prévoient la tenue, après les heures normales, d'une séance de négociation au cours qu'ils ont établi pendant leurs heures normales de négociation. Il s'agit d'un aspect important pour les participants au marché, comme les organismes de placement collectif, qui sont évalués par rapport aux cours de clôture. Nous envisageons d'ajouter une exception à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours à l'égard des transactions effectuées après les heures normales de négociation[21]. Ainsi, un négociateur pourrait, pendant la négociation hors séance, exécuter des ordres dotés du cours de clôture établi par un marché donné sans qu'il n'ait à les exécuter contre des ordres dotés d'un meilleur cours sur d'autres marchés. Une telle exception favorise l'équité pour les participants qui doivent obtenir un certain cours. SRM a modifié les RUIM pour qu'elles prévoient un « ordre au cours de clôture » en vue de faciliter la négociation sur un marché, après les heures normales de négociation, d'un titre donné à son cours vendeur de clôture sur le marché en question[22].

Question 12 : Cette exception devrait-elle uniquement s'appliquer aux transactions devant se produire au cours de clôture d'un marché donné? Y aurait-il des incidences sur l'équité si on ne prévoyait pas de traitement analogue pour les ordres sur un autre marché qui sont dispensés d'être exécutés au cours de clôture pendant une séance tenue après les heures de négociation dans le cas où ce cours est meilleur?

Exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur

Nous envisageons aussi d'ajouter une exception à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, qui s'appliquerait aux deux parties à l'origine d'une transaction sur un mécanisme d'opérations en bloc visibles, à l'égard du volume résiduel de toute transaction pouvant avoir lieu pendant une période déterminée, à condition que la transaction initiale ait eu lieu au meilleur cours disponible et moyennant une taille minimale d'ordres. Cette exception a pour objet de faciliter l'exécution de tout volume résiduel après l'exécution d'une importante transaction en bloc (qui a été exécutée au meilleur cours). Plusieurs marchés ont indiqué qu'ils aimeraient offrir à leurs participants un mécanisme leur permettant d'effectuer des transactions à l'égard d'un volume résiduel d'ordres sans être visés par l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Ils font valoir que la transaction initiale était assujettie à la règle sur les transactions hors cours et que des négociateurs opportunistes pourraient utiliser l'information et tenter d'en tirer profit. L'exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur permettrait aux parties à l'origine de la transaction en bloc d'exécuter tout volume résiduel de leur transaction en soustrayant toute transaction résultante à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours durant une période limitée. Après cette période, toute nouvelle transaction serait soumise à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Question 13 : Devrait-on restreindre l'application de l'exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur au volume résiduel d'une transaction ou l'étendre à tout volume négocié entre les deux parties à l'origine d'une transaction? Quelle serait la durée appropriée de la période visée par l'exception?

Autres exceptions

---

[21] Les modifications aux RUIM entrées en vigueur le 9 mars 2007 comprennent une dispense de l'obligation d'accorder le meilleur cours en ce qui concerne les ordres aux cours de clôture. Se reporter à la note de bas de page n° 20.

[22] Ibid., note de bas de page n° 20.

D'autres types d'ordres ou des ordres comportant d'autres caractéristiques pourraient faire l'objet d'une exception à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Question 14 : Les transactions hors cours devraient-elles être autorisées dans d'autres circonstances? Par exemple, existe-t-il des types d'ordres en particulier ou des ordres comportant des caractéristiques précises qui devraient être dispensés de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

3. Modifications corrélatives des RUIM

Obligations actuelles

Aux termes de la Règle 5.2 des RUIM, 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. Dans la Politique 5.2, SRM a indiqué qu'elle prendrait en considération le fait que le participant est membre, utilisateur ou adhérent du marché sur lequel se trouve le meilleur cours lorsqu'elle établit si un participant a déployé des « efforts raisonnables » afin d'obtenir le meilleur cours dans le cadre de l'exécution de l'ordre client. Aux termes de la Règle 5.2 et de la Politique 5.2, l'obligation d'« exécution au meilleur cours » s'applique aux transactions effectuées par un participant pour son compte propre ou pour celui d'un client. Les personnes ayant droit d'accès qui négocient sur un marché ne sont pas assujetties à l'obligation d'« exécution au meilleur cours ».

Modifications proposées

Avant la publication du Document de discussion 23-403 des ACVM – *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours*, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-016 – *Avis de consultation – Dispositions intermédiaires se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours* (le 12 mai 2005). Dans cet avis, SRM proposait d'apporter aux RUIM certaines modifications provisoires en attendant la fin de l'étude découlant du document de discussion. SRM a mis fin au processus d'approbation de ces modifications et devrait les retirer dès que les ACVM auront intégré l'interdiction de procéder à des transactions hors cours dans les textes sur les SNP. SRM proposera alors de modifier les RUIM pour les faire correspondre aux obligations en matière d'interdiction de procéder à des transactions hors cours que les ACVM proposeront à la suite de l'examen des commentaires qu'elles auront reçus sur le présent avis conjoint. Tout projet de modifications corrélatives par SRM donnera lieu à la publication d'un avis relatif à l'intégrité du marché et à une période de consultation devant avoir lieu au même moment que celle qui suivra la publication par les ACVM de modifications proposées aux textes sur les SNP portant sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

4. Autres solutions envisagées

Le texte qui suit résume brièvement les autres solutions que nous avons envisagées et les motifs pour lesquels nous les avons écartées.

a) *Maintien du statu quo et introduction de l'obligation de déclarer l'exécution des ordres*

Nous avons envisagé de ne pas modifier l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Selon les règles actuelles, seuls les courtiers ont l'obligation de ne pas contourner les ordres dotés d'un meilleur cours. Les participants qui ne sont pas des courtiers ne sont pas tenus d'effectuer des transactions au meilleur cours disponible. Cette solution obligerait les courtiers à donner des détails sur l'acheminement et l'exécution des ordres et chaque marché à fournir des renseignements concernant les opérations qui sont effectuées sur celui-ci. Les rapports seraient publiés, et tous les participants au marché pourraient utiliser ces renseignements pour prendre des décisions éclairées en matière

d'acheminement des ordres. Cet outil aiderait également les courtiers et conseillers à réaliser la meilleure exécution.

Notre principale préoccupation à l'égard de cette solution est que, dans les règles actuelles, les obligations auxquelles sont soumis les courtiers diffèrent de celles que doivent respecter les participants au marché qui ne sont pas des courtiers. En outre, l'interdiction actuelle de procéder à des transactions hors cours est liée aux règles de meilleure exécution des RUIM et bien qu'il existe une parenté entre les deux, nous estimons qu'il s'agit de deux obligations distinctes. Nous sommes également d'avis que l'obligation imposée aux marchés d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions hors cours est plus souple et permet au secteur de déterminer la meilleure façon de mettre les changements en œuvre.

De plus, même si l'obligation de déclaration à laquelle seraient soumis les marchés et les courtiers pourrait permettre la communication de renseignements utiles sur l'acheminement et l'exécution des ordres, les courtiers et les participants au marché qui ne sont pas des courtiers demeureraient assujettis à des obligations différentes.

b) *Exception visant les titres très liquides*

Nous avons également envisagé de dispenser les titres très liquides ou les titres dont les écarts sont minimes et d'interdire les transactions hors cours sur les titres moins liquides. Cette approche repose sur le fait que les clients individuels sont plus susceptibles de passer des ordres à cours limité sur des titres moins liquides de sociétés à plus faible capitalisation et qu'il faut interdire les transactions hors cours pour encourager les participants à continuer de passer ce type d'ordres. Si les participants voyaient leurs ordres à cours limité sur des titres non liquides continuellement contournés, ils pourraient cesser de passer de tels ordres[23]. En ce qui concerne la négociation des titres très liquides, on suppose généralement que l'écart et l'arbitrage entre les marchés maintiendront les cours sur les différents marchés dans une fourchette serrée et que, par conséquent, des règles sur les transactions hors cours ne sont peut-être pas nécessaires.

Cette solution ne correspond pas à l'opinion selon laquelle la prévention des transactions hors cours fait partie du devoir de l'ensemble des participants au marché envers le marché en général. De plus, elle nous obligerait à définir ce qui constitue un titre « très liquide » et à établir des contrôles à cet égard si les comportements de négociation changeaient. Il pourrait également être difficile pour les participants de savoir si un titre est visé par une dispense.

c) *Liens obligatoires pour les marchés dont les volumes d'opérations dépassent un certain seuil en pourcentage*

Une autre possibilité consistait à obliger un marché dont le volume d'opérations atteint une « masse critique » (par exemple, 10 % des opérations effectuées sur tous les marchés) à s'intégrer aux autres marchés qui ont atteint la masse critique. Ce marché ne serait pas obligé de s'intégrer à un marché qui n'aurait pas atteint ce seuil. Avant qu'un marché n'atteigne ce seuil, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait que si un participant choisissait d'accéder à ce marché.

Même si nous avons envisagé cette solution, nous craignions de favoriser les marchés en place. En outre, cette solution ne cadre pas avec l'opinion selon laquelle l'obligation d'éviter de procéder à des transactions hors cours fait partie du devoir de l'ensemble des participants au marché envers le marché en général. De plus, elle exigerait l'intégration obligatoire du marché (dépassé le seuil de 10 %), alors qu'une solution plus souple permet aux marchés de choisir la manière dont ils s'acquittent de cette obligation.

[23] Kiem, Madhavan, Transaction costs and investment style: An inter-exchange analysis of institutional equity trades.

B. Meilleure exécution

Description des modifications proposées ayant trait à la meilleure exécution

Définition

- Par meilleure exécution, on entend l'exécution d'un ordre aux « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ».

Règle générale

- Les courtiers et les conseillers sont tenus de réaliser la « meilleure exécution » (la meilleure exécution ne se rapporte plus seulement au « meilleur cours »).

Facteurs supplémentaires

- Pour réaliser la « meilleure exécution », on peut tenir compte d'un certain nombre de facteurs, soit, outre le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction.

1. Contexte

Le 4 février 2005, le personnel de la British Columbia Securities Commission, de l'Alberta Securities Commission, de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, de l'Autorité des marchés financiers et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ont publié le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirects au moyen des courtages* (le « document de réflexion »)[24]. Le document de réflexion visait à présenter un certain nombre de questions liées à la meilleure exécution et aux accords de paiement indirect au moyen des courtages et invitait les intéressés à faire part de leurs commentaires[25].

Dans le document de réflexion, les ACVM ont fait état de l'opinion généralement répandue selon laquelle il n'existe pas de définition simple et purement objective de la « meilleure exécution ». Les ACVM ont souligné que la difficulté d'en arriver à une telle définition provient du fait que pour établir ce qui constitue la meilleure exécution dans une situation donnée, il faut tenir compte de nombreux facteurs. Ainsi, la meilleure exécution a déjà été synonyme d'obtention du meilleur cours, mais récemment elle a été reconnue comme étant fondée sur des facteurs plus généraux et reflétant plus précisément le processus. Les ACVM ont proposé certains éléments clés de la meilleure exécution, à savoir le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction. Enfin, nous avons soulevé la question de la mesure, car il s'agit d'un aspect crucial de toute analyse valable de la notion de meilleure exécution.

---

[24] Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 5, 2005-02-04.

[25] La modification des dispositions actuelles en matière d'accords de paiement indirects au moyen des courtages fait l'objet d'une proposition distincte.

Compte tenu des commentaires reçus pendant la période de consultation[26], nous proposons d'apporter à l'obligation de meilleure exécution qui est actuellement prévue par le Règlement 23-101 des modifications qui tiennent compte des exigences actuelles en vertu des RUIM. Les modifications corrélatives apportées aux RUIM par SRM viennent harmoniser le libellé des RUIM avec celui des projets de règlement et d'instruction générale des ACVM.

2. Aspects clés

Afin d'actualiser et de clarifier les dispositions relatives à l'obligation de meilleure exécution prévue par le Règlement 23-101, nous proposons d'y apporter les modifications suivantes[27].

a) *Définition de la meilleure exécution et obligation de réaliser la meilleure exécution*

Pour tenir compte de tous les facteurs qui déterminent la meilleure exécution, les ACVM proposent de modifier les dispositions pour y inclure des facteurs autres que le cours. À l'heure actuelle, il n'existe pas de définition du terme « meilleure exécution ». L'article 4.2 du Règlement 23-101 fait plutôt référence au « meilleur prix d'exécution » lorsqu'il est fait état de l'obligation qui incombe au courtier. En outre, dans les RUIM, on commence par une obligation générale avant de traiter plus précisément du cours. En réponse aux questions soulevées dans le document de réflexion, nombre de personnes qui ont fait des commentaires ont fait valoir que les obligations actuelles en matière de meilleure exécution sont trop étroites et que la meilleure exécution devrait refléter principalement le processus et non une norme absolue à appliquer à chaque transaction.

Compte tenu des commentaires reçus sur le document de réflexion, les ACVM proposent de définir la meilleure exécution comme suit : les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances[28]. L'Instruction générale relative au Règlement 23-101 (l'« Instruction générale 23-101 ») précise que la définition s'appliquera différemment selon les circonstances et, également, selon la personne chargée de réaliser la meilleure exécution[29]. Pour déterminer quelles sont les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances, il convient de prendre en considération les principaux éléments énoncés (soit le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction). Ces principaux éléments englobent d'autres facteurs, comme la liquidité, l'incidence sur le marché ou le coût de renonciation.

Question 15 : Y a-t-il d'autres éléments pertinents à prendre en considération?

Question 16 : Quelle est l'incidence sur les petits courtiers de la coexistence de plusieurs marchés et de l'élargissement de la notion de meilleure exécution?

---

[26] Un résumé des commentaires reçus a été publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 50, 2005-12-16.

[27] Il est à noter que les propositions s'ajoutent aux obligations applicables en droit civil, au Québec, et en common law.

[28] Projet de modification du Règlement 23-101, article 1.1.

[29] Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, paragraphe 1.1.1.

b) *Application au courtier de l'obligation de meilleure exécution*

Pour s'acquitter de son obligation de meilleure exécution, le courtier devra faire des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution. Lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés, il n'est pas nécessaire que les courtiers conservent l'accès à tous les marchés. Pour réaliser la meilleure exécution, le courtier devrait évaluer s'il est pertinent de prendre en compte tous les marchés, canadiens et étrangers, sur lequel le titre se négocie. De plus, les ACVM proposent de préciser que la « meilleure exécution » variera selon les circonstances et que le courtier doit être en mesure de démontrer qu'il a mis en place un processus et qu'il l'a appliqué pour atteindre les résultats escomptés[30].

c) *Application au conseiller de l'obligation de meilleure exécution*

La législation en valeurs mobilières dispose que le conseiller a la responsabilité générale d'agir dans l'intérêt de ses clients. Cette responsabilité a été codifiée dans certains textes d'application; par exemple, la *Rule 31-505 Conditions of Registration* de la CVMO (article 2.1) impose au conseiller l'obligation générale d'agir de bonne foi, avec honnêteté et loyauté dans ses relations avec ses clients[31]. Certaines obligations précises sont également prévues par la législation en valeurs mobilières (telle la répartition équitable des transactions entre les comptes clients).

Aux fins de l'actualisation de l'obligation de meilleure exécution, les ACVM ont reconnu qu'elle s'appliquait au conseiller[32]. Les ACVM admettent que les obligations du conseiller (qui sont en général liées au rendement de ses portefeuilles) diffèrent souvent de celles du courtier (qui sont en général liées à des transactions données). Les ACVM se sont également efforcées de veiller à ce que l'obligation de meilleure exécution ne soit pas incompatible avec les normes établies par des organismes professionnels (comme le CFA Institute). Toutefois, si un conseiller décide de garder le contrôle sur l'ensemble des décisions en matière de négociation, notamment au moyen d'un accès direct, ses obligations seront similaires à celles d'un courtier. Les ACVM ont donc clarifié la façon dont l'obligation de meilleure exécution s'applique au conseiller[33].

Question 17 : L'obligation de meilleure exécution qui incombe au conseiller devrait-elle être identique à celle qui incombe au courtier si le conseiller garde le contrôle sur les décisions en matière de négociation ou devrait-elle être essentiellement fondée sur le rendement du portefeuille? Dans quelles circonstances l'obligation de meilleure exécution devrait-elle être différente?

d) *Rapport sur l'exécution des ordres et la qualité du marché*

Dans le document de réflexion, les ACVM ont fait mention des règles de la SEC concernant l'information à fournir sur l'acheminement des ordres et les pratiques d'exécution. Une de ces règles (soit la *Rule 605* prise en application du règlement dit *Regulation NMS*, anciennement la *Rule 11Ac1-5*) prévoit que les places financières (au sens attribué à *market center* dans cette règle, c'est-à-dire un teneur de marché boursier, un teneur de marché hors bourse, un système de négociation parallèle, une bourse nationale de valeurs mobilières ou une association nationale de valeurs mobilières) sont tenues de fournir mensuellement, par voie électronique, de l'information concernant la qualité d'exécution. Une autre de ces règles (soit la *Rule 606*, anciennement la *Rule* 11Ac1-6) prévoit que les courtiers qui acheminent des ordres pour le compte de clients doivent déclarer trimestriellement le nom des places financières vers lesquelles ils acheminent un pourcentage important de leurs ordres. De plus, les

---

30 Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, article 4.1.

31 Voir également les articles 160 et 160.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec.

32 Projet de modification du Règlement 23-101, article 4.2.

33 Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, article 4.1.

courtiers sont tenus de déclarer la nature de leurs relations avec ces places financières, y compris les mécanismes d'internalisation et les accords de paiement pour le flux d'ordres qui pourraient constituer un conflit d'intérêts entre les courtiers et leurs clients. Les courtiers sont également tenus de répondre aux demandes des clients qui veulent savoir où leurs ordres individuels ont été acheminés aux fins d'exécution au cours des six mois précédents.

Les ACVM ont reçu des commentaires partagés à ce sujet. Certains ont avancé qu'il pourrait être avantageux d'adopter des règles analogues au Canada, mais d'autres se sont questionnés sur la pertinence de l'information reçue. Pour faire suite aux commentaires, les ACVM ont adapté l'ensemble de l'information à fournir en mettant l'accent uniquement sur les points qui, à leur avis, pourraient fournir des données importantes pour évaluer la qualité d'exécution.

Les ACVM estiment que la transparence de certains éléments d'information est un critère important et utile aux fins de l'évaluation de la qualité d'exécution et du respect de l'obligation de meilleure exécution. En conséquence, la proposition prévoit des obligations applicables aux marchés[34] et aux courtiers[35]. En ce qui a trait aux marchés, les ACVM proposent que certains éléments d'information fassent l'objet de rapports mensuels, notamment le nombre d'ordres, le nombre de transactions exécutées et la rapidité d'exécution. Les ACVM sont d'avis que ces éléments d'information aideraient les courtiers ou les conseillers à déterminer quelle est la meilleure exécution compte tenu de la qualité du marché (par exemple, la rapidité et la certitude de l'exécution). Les fournisseurs de technologie pourraient également utiliser ces éléments d'information aux fins de l'acheminement des ordres et du respect de la réglementation. Les ACVM estiment que les rapports fourniraient aux clients de l'information leur permettant de poser un regard critique sur les pratiques de leurs intermédiaires en matière de meilleure exécution et de mieux les comprendre.

De plus, les ACVM proposent que les courtiers soient tenus de déclarer trimestriellement les éléments d'information suivants : pourcentage des ordres exécutés à une installation choisie par le courtier, nom des marchés et pourcentage des ordres acheminés vers chacun d'eux, et information concernant tout accord important conclu avec un marché.

Pour prendre connaissance de l'analyse coûts-avantages réalisée par les ACVM au sujet de la mise en place des obligations d'information proposées, se reporter au document intitulé *Cost Benefit Analysis, Proposed Amendments to National Instrument 21-101 Marketplace Operations and National Instrument 23-101 Trading Rules* (en anglais seulement).

Question 18 : Y a-t-il des coûts ou des avantages qui n'ont pas été couverts par l'analyse coûts-avantages?

Les ACVM sollicitent plus particulièrement des commentaires au sujet des obligations d'information qu'il est proposé d'imposer aux marchés et aux courtiers.

Question 19 : Veuillez préciser si, à votre avis, les obligations d'information qu'il est proposé d'imposer aux marchés et aux courtiers fourniraient ou non des renseignements utiles. Y aurait-il lieu de demander d'autres renseignements? Y a-t-il entre les marchés des États-Unis et du Canada des différences ayant pour effet de diminuer l'utilité de ces renseignements au Canada?

Question 20 : Les transactions exécutées sur un marché étranger ou hors bourse devraient-elles faire partie de l'information à fournir par les courtiers?

---

[34] Projet de modification du Règlement 21-101, partie 14.1.

[35] Projet de modification du Règlement 23-101, partie 11.1

Question 21 : Les courtiers devraient-ils fournir de l'information sur les ordres acheminés pour l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

Question 22 : Devrait-on inclure dans l'information à fournir par les marchés les statistiques fondées sur des écarts?

Question 23 : Si des titres se négocient sur un seul marché, l'information visée par les obligations d'information proposées serait-elle utile? Est-il possible de faire naître de telles obligations seulement dès que ces titres se négocient sur plus d'un marché? Les marchés seraient-ils toujours en mesure de savoir quand cette situation s'est produite?

3. Modifications corrélatives des RUIM

Exigences actuelles prévues par les RUIM

Le paragraphe 5.1 des RUIM exige d'un participant qu'il s'efforce d'exécuter chaque ordre client aux conditions les plus avantageuses pour le client le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché.

Modifications proposées aux RUIM

Simultanément à la publication du présent avis conjoint, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-008 – *Avis de consultation – Dispositions concernant la meilleure exécution* (le 20 avril 2007), dans lequel il est proposé d'apporter aux règles et aux politiques prévues par les RUIM d'autres modifications se rapportant à la « meilleure exécution » afin de les faire correspondre aux modifications proposées aux textes sur les SNP et à l'instruction générale en ce qui concerne l'obligation de « meilleure exécution » du courtier dans le cadre du traitement des ordres clients.

Les dispositions relatives à la « meilleure exécution » prévues dans le projet de modification du Règlement 23-101 s'appliqueront tant aux courtiers qu'aux conseillers. Les modifications qui seront apportées aux RUIM reprendront le libellé de ces dispositions. Cependant, l'exigence prévue par les RUIM s'appliquera uniquement aux participants et non aux conseillers, même dans le cas où le conseiller négocie sur un marché à titre de « personne ayant droit d'accès ».

C. Accès direct

Description des modifications proposées ayant trait à l'accès direct

Qu'est-ce qu'un participant parrainé par un courtier?

- Une personne ou société qui a un accès parrainé par un courtier et qui est un « client institutionnel » au sens du Principe directeur n^{o} 4, *Normes minimales concernant l'ouverture, le fonctionnement et la surveillance des comptes institutionnels*, de l'ACCOVAM, et de ses modifications, y compris les représentants de la personne ou société.

Règles en matière de conformité et de surveillance

- La bourse doit établir des règles pour les participants parrainés par un courtier et les courtiers qui fournissent un tel accès, et doit surveiller les activités de négociation et appliquer ces règles directement ou en faisant appel à un fournisseur de services de réglementation.

- Un fournisseur de services de réglementation doit établir des règles pour un SNP, ses adhérents

et les participants parrainés par un courtier et doit surveiller les activités de négociation et faire appliquer ces règles.

- En plus des ententes requises entre le SNP et ses adhérents et entre la bourse et ses membres, il doit y avoir une entente entre chaque adhérent et le fournisseur de services de réglementation et entre chaque participant parrainé par un courtier et l'entité chargée de la surveillance (soit la bourse, soit le fournisseur de services de réglementation).

- Le courtier qui octroie un accès parrainé par un courtier doit tenir une liste des participants parrainés par un courtier et superviser les activités de négociation.

Formation

- La réussite de l'examen du Cours de formation à l'intention des négociateurs (auquel doivent actuellement se soumettre les courtiers qui négocient sur un marché) ou tout autre examen relatif à une formation ou à un cours approuvé.

- Compréhension des règles du système pertinentes.

1. Contexte

À l'heure actuelle, le cadre réglementaire diffère pour les personnes autres que des courtiers qui participent directement au marché (de façon générale, il s'agit d'investisseurs institutionnels; toutefois, dans l'avenir, il pourrait également s'agir d'investisseurs individuels), selon la manière dont elles accèdent au marché. En effet, elles peuvent avoir soit un accès « direct » à une bourse ou à un SNP par le truchement d'intermédiaires (c'est-à-dire par l'entremise d'un courtier agissant en qualité de « parrain »), soit un accès direct à un SNP (en tant qu'adhérent). Au Canada, l'accès parrainé par un courtier est souvent désigné par le terme DMA (pour *Direct Market Access*).

Les RUIM imposent des règles en matière de conformité aux courtiers et aux adhérents d'un SNP (inclus dans la définition de « personne ayant droit d'accès »). Les exigences auxquelles doit se conformer l'adhérent d'un SNP aux termes des règles actuelles se limitent à un petit sous-ensemble des dispositions des RUIM, notamment : l'obligation de faire preuve de transparence et de loyauté, l'interdiction de recourir à des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses et le respect des restrictions applicables aux ventes à découvert (de même que certaines exigences concernant la désignation des ordres).

Si une personne autre qu'un courtier qui est un « client admissible » a saisi un ordre aux termes d'un contrat d'interfaçage conclu avec un courtier afin de négocier des titres sur un marché (par exemple, en utilisant l'accès prévu à l'article 2-501 des règles et des politiques de la TSX), ce client ne serait pas soumis aux dispositions des RUIM et ne serait pas assujetti aux mesures disciplinaires ou d'application prévues par les RUIM. Par ailleurs, si la même personne autre qu'un courtier était adhérent d'un SNP et saisissait ses ordres directement sur celui-ci, le sous-ensemble des dispositions des RUIM susmentionné s'appliquerait[36].

La distinction entre négocier à titre de client admissible et négocier à titre d'adhérent d'un SNP donne lieu à un traitement réglementaire différent qui ne tient pas compte du fait que l'activité est essentiellement la même dans les deux cas :

[36] Les RUIM qui s'appliquent sont la Règle 2.1, Principes d'équité, la Règle 2.2, Pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses, la Règle 3.1, Restrictions applicables aux ventes à découvert, et la Règle 6.2, Désignations et identificateurs.

- Les adhérents d'un SNP sont assujettis à la compétence de SRM; les clients admissibles sont assujettis à la compétence des ACVM. Cette division des compétences entre SRM et les ACVM en ce qui concerne la négociation au moyen d'un accès direct peut mener à des mesures d'application différentes, car un courtier qui parraine la négociation au moyen d'un accès direct est assujetti à la compétence de SRM, alors que ses clients admissibles sont assujettis à la compétence des ACVM. En outre, les dispositions des RUIM n'ont pas toutes leur équivalent dans les dispositions des lois et règlements administrés par les ACVM (y compris ceux concernant les ordres et transactions irréguliers, les ventes à découvert et la désignation des ordres), ce qui signifie que ces dispositions s'appliquent aux activités de négociation des adhérents d'un SNP mais ne s'appliquent pas à celles des clients admissibles.

- Les clients admissibles qui négocient des titres par l'intermédiaire d'un courtier sont actuellement assujettis à certaines règles qui ne s'appliquent pas aux adhérents d'un SNP, notamment la règle existante des RUIM portant sur les transactions hors cours (puisque ces clients ont accès à un marché par l'intermédiaire d'un courtier qui est assujetti à ces obligations).

- Les courtiers ont des responsabilités de surveillance et de conformité à l'égard des activités de négociation de leurs clients admissibles aux termes de la partie 7 des RUIM; les SNP n'ont pas actuellement les mêmes responsabilités aux termes des RUIM à l'égard des activités de négociation de leurs adhérents.

Par conséquent, nous proposons des modifications visant à aplanir les différences qui existent entre les obligations qui s'appliquent à un adhérent d'un SNP et celles qui s'appliquent à un client qui saisit un ordre par voie électronique conformément à une entente de DMA conclue avec un courtier.

2. Aspects clés

De manière à aplanir les différences qui existent entre les obligations et à faire en sorte que les participants qui ne sont pas des courtiers soient assujettis aux mêmes règles qu'ils saisissent un ordre directement sur un SNP (à titre d'adhérent) ou au moyen d'un DMA, nous proposons des modifications se rapportant à l'accès en général.

Les ACVM proposent de définir « participant parrainé par un courtier » comme une personne ou société dont l'accès « direct » à un marché est assuré par un courtier (cette définition s'appliquerait uniquement aux clients institutionnels). Les ACVM croient qu'il est important de clarifier les obligations de toutes les parties : les marchés, les courtiers (que ce soit à titre de membres d'une bourse ou d'adhérents d'un SNP) et les participants parrainés par un courtier, canadiens ou étrangers.

La bourse et le SNP ont tous deux la responsabilité de s'assurer que les candidats à l'octroi d'un « accès parrainé par un courtier » respectent les règles qui leur sont imposées ainsi que leurs obligations contractuelles. De même, la bourse serait tenue de surveiller les négociations des participants parrainés par un courtier et d'appliquer les règles soit directement, soit par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation. La bourse aurait également à établir à l'intention de ses membres des règles en matière d'examen et de déclaration des activités des participants parrainés par un courtier qui accèdent à la bourse par leur intermédiaire[37]. Le SNP serait obligé de faire appel à un fournisseur de services de réglementation pour la surveillance des transactions sur le système et de la conduite de ses adhérents et des participants parrainés par un courtier[38]. Il est également important de préciser qu'en matière de conformité, le SNP conserve une certaine part de responsabilité à l'égard de son marché dans les situations où il pourrait être mieux placé que le fournisseur de services de réglementation pour obtenir de l'information. Par exemple :

---

[37] Projet de modification du Règlement 23-101, article 7.1.

[38] Projet de modification du Règlement 23-101, articles 8.1 et 8.2.

- le SNP peut posséder sur les relations entre divers comptes d'adhérent du SNP de l'information qui peut permettre de détecter des types d'activités entre des comptes d'adhérent;

- le SNP peut posséder de l'information sur les transactions échouées auxquelles avaient participé des adhérents qui soit utile pour la surveillance des ventes à découvert.

Les ACVM reconnaissent que le SNP puisse ne pas être en mesure de surveiller les transactions en temps réel; toutefois, nous croyons qu'un examen subséquent peut être approprié, selon les circonstances. Le fournisseur de services de réglementation devrait établir (sous réserve des commentaires du public et de l'approbation des autorités de réglementation) les responsabilités du SNP à l'égard des activités de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier ainsi qu'à l'égard de la surveillance de ces activités.

Comme il a été mentionné précédemment, un ensemble limité de règles d'intégrité du marché s'applique actuellement aux adhérents du SNP. Les ACVM s'attendent à ce que ces exigences continuent de s'appliquer aux adhérents du SNP et qu'elles s'appliquent aux participants parrainés par un courtier, canadiens ou étrangers, qui ont un accès direct au SNP par l'entremise d'un courtier adhérent ou qui ont un accès direct à une bourse par l'entremise d'un membre. La bourse ou le fournisseur de services de réglementation serait en mesure d'imposer d'autres obligations aux participants parrainés par un courtier, sous réserve des commentaires du public et de l'approbation des autorités en valeurs mobilières compétentes[39].

Les ACVM proposent également que certaines obligations relatives à la formation s'appliquent aux participants parrainés par un courtier (soit la réussite de l'examen du Cours de formation à l'intention des négociateurs, auquel doivent actuellement se soumettre les courtiers qui négocient des titres cotés (à l'exclusion des dérivés) ou de tout autre examen relatif à un cours ou à une formation jugés acceptables par l'autorité en valeurs mobilières compétente et la bourse ou le fournisseur de services de réglementation concernés)[40].

Question 24 : Les clients bénéficiant d'un DMA devraient-ils être tenus de respecter les mêmes obligations que les adhérents avant de pouvoir accéder au marché?

Question 25 : Les obligations concernant les participants parrainés par un courtier devraient-elles s'appliquer lorsque les produits négociés sont des titres à revenu fixe? Des dérivés? Pour quelles raisons?

Question 26 : Est-ce que votre point de vue sur la compétence du fournisseur de services de réglementation (par exemple, SRM pour les adhérents d'un SNP ou une bourse pour les clients bénéficiant d'un DMA) changerait si celle-ci était limitée à certaines circonstances? Par exemple, si les commissions des valeurs mobilières étaient les organismes de réglementation compétents en matière de répression des infractions ayant trait à la manipulation et à la fraude?

Question 27 : Les modifications proposées pourraient-elles inciter les participants parrainés par un courtier à choisir d'autres voies d'accès au marché, notamment des moyens plus traditionnels (comme le téléphone), des marchés étrangers (pour les titres intercotés) ou de multiples niveaux de DMA (par exemple, un client bénéficiant d'un DMA qui fournit un accès à d'autres personnes)?

Question 28 : Devrait-on prévoir pour les clients étrangers qui sont des participants parrainés par un courtier une dispense de l'obligation de conclure une entente avec la bourse ou le fournisseur

---

39 Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, partie 7.

40 Projet de modification du Règlement 23-101, articles 7.6 et 8.4.

de services de réglementation? Dans l'affirmative, pour quelles raisons et dans quelles circonstances?

Question 29 : Veuillez donner les avantages et les inconvénients d'une nouvelle catégorie de membre d'une bourse qui aurait un accès direct aux bourses sans la participation d'un courtier (à supposer que la compensation et le règlement continuent de s'effectuer par l'entremise d'un adhérent d'une chambre de compensation).

3. Modifications corrélatives des RUIM

Exigences actuelles des RUIM

Les RUIM s'appliquent actuellement aux personnes qui sont soit un « participant », soit une « personne ayant droit d'accès », et imposent des obligations à ces personnes. En règle générale, les RUIM définissent un « participant » comme un courtier qui est membre d'une bourse, utilisateur d'un système de cotation et de déclaration d'opérations (« SCDO ») ou adhérent d'un SNP. Les RUIM définissent actuellement une « personne ayant droit d'accès » comme une personne autre qu'un participant qui est soit un adhérent d'un SNP, soit un utilisateur d'un SCDO. Puisqu'une personne ayant droit d'accès ne traite pas d'« ordres client », elle est assujettie à un sous-ensemble des dispositions des RUIM (qui, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, se rapporte principalement à l'obligation de faire preuve de transparence et de loyauté, à l'interdiction de recourir à des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses, aux ordres et transactions irréguliers et aux ventes à découvert, de même qu'à des exigences générales en matière de négociation telles que des dispositions relatives à la désignation des ordres et à la saisie des ordres). Si un participant a fourni à certains de ses clients un DMA ou un « accès parrainé par un courtier » au système de négociation d'un marché donné, il doit superviser la conduite de ses clients et surveiller les activités de négociation de ceux-ci, car il est techniquement responsable de toute violation des RUIM résultant de leurs activités de négociation.

Modifications proposées aux RUIM

Simultanément à la publication du présent avis conjoint, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-009 – *Avis de consultation – Dispositions concernant l'accès aux marchés* (le 20 avril 2007), dans lequel il est proposé d'apporter des modifications aux règles et aux politiques prévues par les RUIM par suite des modifications proposées au Règlement 23-101 concernant l'« accès parrainé par un courtier » à un marché et les obligations des SNP de surveiller les activités de négociation de leurs adhérents et des personnes ayant un « accès parrainé par un courtier ». En particulier, les modifications qu'il est proposé d'apporter aux RUIM ont les objectifs suivants :

- définir l'« accès parrainé par un courtier »;

- établir les obligations des participants en matière d'information à fournir à SRM au sujet de chaque personne à laquelle un « accès parrainé par un courtier » a été octroyé;

- élargir l'étendue des définitions suivantes :

  - « personne ayant droit d'accès », pour y inclure toute personne (à l'exclusion d'un courtier) à laquelle un participant a octroyé un accès parrainé par un courtier,

  - « participant », pour y inclure un courtier à qui un accès parrainé par un courtier a été octroyé;

- exiger de chaque personne ayant droit d'accès qu'elle conclue une entente avec SRM comme condition préalable à l'accès à un marché;

- exiger de chaque personne autorisée à saisir des ordres pour le compte d'une personne ayant droit d'accès à un marché qu'elle satisfasse à certaines normes minimales de compétence à l'égard des RUIM et à d'autres exigences réglementaires régissant la négociation de titres sur les marchés;

- établir pour les SNP certaines obligations de surveillance à l'égard des ordres saisis par un adhérent qui n'est pas un courtier.

D. Autres modifications

Les autres modifications que nous avons proposé d'apporter aux textes sur les SNP et aux instructions générales sont résumées ci-dessous.

1. Règlement 21-101

- reformulation de la définition de « titres cotés à l'étranger »[41]

- modification des définitions de « membre », d'« utilisateur » et d'« adhérent » pour y inclure le terme « représentants »42

- reformulation des règles de tenue de dossiers pour les marchés (aucun changement aux règles prévues à la partie 11)43

- modification concernant l'obligation pour les marchés de signaler les pannes de système importantes[44]

  - modifications mineures d'ordre administratif[45]

2. Règlement 23-101

- modifications qui précisent que les suspensions de négociation dont il est question sont celles qui sont imposées à des fins réglementaires46

- précision du fait que la compétence d'un fournisseur de services de réglementation s'étend au SNP qui cesse son activité ainsi qu'à ses anciens adhérents et participants parrainés par un courtier en ce qui concerne leur conduite pendant qu'ils étaient assujettis aux règles du fournisseur de services de réglementation47

---

41 Projet de modification du Règlement 21-101, article 1.1.

42 Projet de modification du Règlement 21-101, article 1.1.

43 Projet de modification du Règlement 21-101, article 11.2.1.

44 Projet de modification du Règlement 21-101, article 12.2.

45 Projet de modification du Règlement 21-101, article 1.1, parties 7 et 8, articles 11.1 et 11.2.

46 Projet de modification du Règlement 23-101, article 5.1.

47 Projet de modification du Règlement 23-101, paragraphe 3 de l'article 8.1.

- reformulation des règles de tenue de dossiers pour les courtiers et les intermédiaires entre courtiers sur obligations (aucun changement aux règles introduites en décembre 2006)[48]

IV. POUVOIR RÉGLEMENTAIRE

Dans les territoires où les modifications proposées aux textes sur les SNP doivent être prises sous forme de règlement, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant l'objet du texte.

V. COMMENTAIRES ET QUESTIONS

Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les concepts dont il est question dans le présent avis conjoint et sur les modifications proposées aux textes sur les SNP au plus tard le 19 juillet 2007.

Veuillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM ainsi qu'à Services de réglementation du marché inc.

Les commentaires doivent être transmis en deux exemplaires aux membres des ACVM qui suivent, à l'attention de la CVMO, à l'adresse indiquée ci-dessous :

Alberta Securities Commission
British Columbia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
Nova Scotia Securities Commission
Registraire des valeurs mobilières, Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, gouvernement du Nunavut
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Securities Office, Île-du-Prince-Édouard
Saskatchewan Financial Services Commission
Registraire des valeurs mobilières, gouvernement du Yukon

[48] Projet de modification du Règlement 23-101, article 11.2.1.

a/s de M. John Stevenson, secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Les commentaires doivent également être transmis à l'Autorité des marchés financiers du Québec à l'adresse indiquée ci-dessous :

Madame Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Les commentaires à l'intention de Services de réglementation du marché inc. doivent être adressés à :

M. James E. Twiss
Services de réglementation du marché inc.
Suite 900
145 King Street West
Toronto (Ontario)
M5H 1J8
Courriel : jim.twiss@rs.ca

Prière de joindre une disquette contenant la version électronique des commentaires. Étant donné que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation, nous ne pouvons assurer la confidentialité des commentaires.

Pour toute question, prière de s'adresser à l'une des personnes suivantes :

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0558, poste 4358

Tony Wong
British Columbia Securities Commission
604-899-6764

Susan Greenglass
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8140

Cindy Petlock
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-2351

Shaun Fluker
Alberta Securities Commission
403-297-3308

Doug Brown
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-0605

Randee Pavalow
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8257

Tracey Stern
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8167

James E. Twiss
Services de réglementation du marché inc.
416-646-7277

ANNEXE A

Évolution historique de la structure du marché et des mesures réglementaires

Dans la présente annexe, nous exposons les théories historiques et actuelles sur la façon dont les marchés doivent être structurés et les règlements qui ont été pris pour promouvoir les objectifs qui sous-tendent ces théories. Notre analyse tient compte des changements survenus aux États-Unis qui ont influencé l'évolution de la réglementation au Canada.

Les éléments suivants sont définis au début de chaque section de la présente annexe :

- la structure de marché généralement considérée comme idéale ou privilégiée (la « structure de marché privilégiée ») qui permettrait d'atteindre les principes ou les objectifs visés;
- les raisons ou les principes qui déterminent la structure de marché privilégiée (les « objectifs »);
- les mesures qui ont été prises pour atteindre chaque objectif (les « moyens employés »).

Nous présentons ici l'évolution de la structure du marché et des mesures réglementaires sur lesquelles reposent les modifications proposées. Plus précisément, les sections qui suivent traitent de l'évolution de la structure du marché découlant des changements dictés par le secteur et les autorités de réglementation.

A. Rétrospective de la structure du marché au Canada et aux États-Unis avant 1970

- Structure de marché privilégiée : marché centralisé unique
- Objectifs : formation des cours et liquidité
- Moyens employés : monopoles naturels et restrictions réglementaires

Les bourses centralisées étaient considérées comme le type de marché le plus efficace pour la négociation des titres étant donné qu'elles réunissaient les intéressés sur le plan tant physique que temporel, ce qui favorisait la formation des cours et la liquidité (deux caractéristiques importantes des marchés). Ces marchés faisaient figure de « monopoles naturels », puisque le mécanisme d'inscription à la cote et l'accès limité avaient généralement pour effet de concentrer la négociation d'un titre sur un seul marché. La négociation demeurait centralisée du fait que les bourses étaient dotées de règles sur l'inscription à la cote et d'autres règles limitant les lieux où leurs participants pouvaient effectuer des opérations.

B. Évolution des marchés aux États-Unis dans les années 1970 – système de marché national (*National Market System*)

- Structure de marché privilégiée : marchés intégrés
- Objectifs : formation des cours, liquidité, concurrence et innovation
- Moyens employés : obligations réglementaires concernant notamment la transparence et l'accès; création d'un système de marché national (National Market System) pour la consolidation de l'information de marché et l'unification de l'accès entre les marchés – système de téléscripteur consolidé

cotation (*Consolidated Tape System*), système de consolidé (*Consolidated Quotation System*) et système de négociation intermarchés (*Intermarket Trading System*)

Au début de 1975, le Congrès américain a apporté des modifications à la *Securities Act* (les « modifications de 1975 ») afin de régler des problèmes relatifs aux bourses régionales, à la croissance marquée des opérations institutionnelles et à l'incidence de la technologie. Les modifications de 1975 visaient principalement à favoriser la création de « [TRADUCTION] marchés individuels assujettis à la même réglementation et reliés entre eux afin de faire connaître les meilleurs cours et de les rendre accessibles »[49]. La SEC était d'avis que la concurrence entre les marchés créerait davantage de choix pour les investisseurs et encouragerait l'innovation. Grâce à une infrastructure de système de marché national, tous les participants auraient accès à l'information concernant les meilleures offres d'achat et offres de vente, on publierait la meilleure offre d'achat et offre de vente sur le plan national (la « NBBO ») et tous les participants auraient la possibilité d'exécuter des ordres à la valeur de la NBBO. Les modifications de 1975 conféraient également à la SEC le pouvoir de réglementer et de surveiller les agences de traitement de l'information telles que la Securities Industry Automation Corporation (SIAC). En outre, elles obligeaient les bourses à renoncer aux règles interdisant à leurs participants de négocier sur d'autres marchés.

C. Évolution des SNP et des règles de traitement des ordres

- Structure de marché privilégiée : marchés intégrés
- Objectifs : formation des cours, liquidité, concurrence, innovation et intégrité des marchés
- Moyens employés : obligations réglementaires concernant la transparence (par exemple, les règles de traitement des ordres), accès mettant davantage l'accent sur la meilleure exécution, mais rejet de la consolidation et des liens obligatoires au Canada

Évolution des SNP aux États-Unis et problèmes relatifs à l'intégrité du NASDAQ. De 1979 jusqu'au début des années 1990, les SNP ont pris leur essor aux États-Unis; ils visaient les investisseurs institutionnels et surtout les titres cotés sur le NASDAQ. Au cours de cette période, des études ont été menées sur les teneurs de marché du NASDAQ et des mesures d'application ont été prises à leur égard[50]. En 1996, la SEC a annoncé de nouvelles règles relatives au traitement des ordres individuels sur les marchés américains en vertu desquelles les courtiers devaient afficher tous les ordres clients à cours limité meilleur que la NBBO dans leur cotation ou par le truchement soit de réseaux de courtage électronique, soit de SNP. Cette exigence a permis d'améliorer la transparence des ordres, facilitant ainsi la formation des cours. En 1998, la SEC a publié la version définitive de ses règles sur les SNP et a établi des obligations de transparence et d'intégration pour les SNP qui effectuaient des opérations sur plus de 5 % du volume d'un titre du système de marché national.

Audiences sur Instinet au Canada. Le débat sur les questions de structure du marché a commencé au Canada en 1989. La CVMO a abordé ces questions pour la première fois dans le cadre des audiences sur Instinet, lorsqu'elle a déterminé qu'il serait préférable d'admettre ce SNP comme membre de la Bourse de Toronto plutôt que de lui permettre de négocier des titres de la Bourse de Toronto en dehors

[49] Publication n° 34-40760 de la Securities and Exchange Commission, *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*, p. 8.

[50] Christie et Schultz, The Journal of Finance (1994).

de celle-ci, et que la Bourse de Toronto devait mettre sur pied un comité d'examen des règles chargé d'évaluer les changements nécessaires pour améliorer la qualité des marchés et limiter la fragmentation des marchés résultant de l'inclusion d'Instinet. Par ailleurs, Instinet s'est vu interdire le droit d'installer des terminaux au Canada.

Rapport de la Bourse de Toronto sur la fragmentation et débats sur la réglementation. En janvier 1997, la Bourse de Toronto a publié un rapport du comité spécial sur la fragmentation (le « rapport sur la fragmentation »). Ce rapport concluait que la qualité des marchés consolidés était supérieure à celle de tous les autres types de marchés, mais qu'il n'était pas toujours possible de répondre aux besoins des différents participants au moyen d'une seule structure de marché.

Les débats sur la réglementation ont porté sur les avantages et les inconvénients de la multiplicité des marchés. Ils ont également porté sur la concurrence engendrée par les nouveaux marchés et les choix offerts aux investisseurs en ce qui concerne le lieu et le mode d'exécution des transactions. On a aussi déterminé que l'implantation de marchés multiples pouvait entraîner une fragmentation de la formation des cours et de la surveillance des marchés.

Les ACVM ont examiné les recommandations formulées dans le rapport sur la fragmentation, selon lesquelles les autorités de réglementation devaient, dans la recherche d'une solution aux problèmes de structure du marché, continuer de promouvoir l'innovation et la concurrence parallèlement à l'établissement de pratiques justes et équitables. Cette question a été abordée en 1999 dans le cadre des propositions sur les systèmes de négociation parallèles[51].

Restructuration des bourses. En 1999, les bourses existantes (soit la Bourse de Toronto, la Bourse de Montréal, la VSE et l'ASE[52]) ont conclu une entente aux termes de laquelle chaque bourse se spécialiserait et s'abstiendrait de faire concurrence aux autres pendant une période de 10 ans. Ainsi, la Bourse de Toronto est devenue la bourse des titres de participation de sociétés à forte capitalisation, la VSE et l'ASE ont fusionné pour créer la CDNX, soit la bourse des titres de participation de sociétés à faible capitalisation, et la Bourse de Montréal est devenue la bourse des dérivés.

Obligations de transparence, de consolidation des données et d'intégration des marchés dans les textes sur les SNP de 2001. Comme il a été mentionné ci-dessus, les textes sur les SNP adoptés en décembre 2001 visaient à instaurer un régime permettant la concurrence entre les bourses traditionnelles et les autres marchés tout en veillant à ce que la négociation soit équitable et efficiente. Les objectifs visés étaient les suivants :

- offrir aux investisseurs le choix de la méthode d'exécution et du type de marché;
- améliorer la formation des cours;
- réduire les frais d'exécution;
- améliorer l'intégrité des marchés.

Cette démarche était particulièrement importante du fait que les bourses avaient été restructurées et que, en conséquence, les titres n'étaient plus intercotés.

Les textes sur les SNP imposaient des obligations de transparence, de consolidation et d'intégration à l'égard des ordres et des opérations sur les titres cotés et les titres de créance non cotés. Ils

---

[51] Les règles initiales établissaient des obligations d'intégration des marchés et de transparence des données.

[52] La Bourse de Winnipeg n'a pas participé à l'entente, mais elle a par la suite été intégrée à la CDNX, entité issue de la fusion de la VSE et de l'ASE.

contenaient également des dispositions sur l'exécution au meilleur prix, l'accès équitable et l'interdiction de manipulation et de fraude visant à renforcer l'intégrité de tous les marchés.

Modifications de 2003 – abandon des obligations de consolidation et d'intégration. En 2003, les textes sur les SNP ont été modifiés par la suppression de la notion de consolidateur de données et d'intégrateur de marchés pour les titres de participation afin de favoriser l'émergence d'une solution à la consolidation sur ces marchés qui émanerait de ceux-ci. Ces modifications étaient fondées sur une théorie selon laquelle la meilleure exécution exigeait généralement des participants au marché qu'ils effectuent des opérations au meilleur cours – soit directement, soit par l'intermédiaire d'un autre participant au marché – et selon laquelle l'accès aux données, qui était rendue possible grâce aux obligations de transparence, faciliterait la consolidation émanant des marchés. À cette époque, les titres cotés uniquement au Canada n'étaient pas encore négociés sur les SNP et les ACVM étaient d'accord avec la position d'un comité sectoriel selon laquelle il était préférable d'attendre et de surveiller l'évolution des marchés avant d'engager des frais pour la création d'un consolidateur.

Modifications de 2005 – re-émergence des marchés multiples au Canada. Lorsque les titres cotés au Canada ont commencé à se négocier sur les SNP, il a fallu revoir les problèmes relatifs à la structure du marché et chercher de nouvelles solutions.

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 8°, 32° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché est modifié :

1° par le remplacement de la définition de « ACCOVAM » par la suivante :

« « ACCOVAM » : l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, ou l'organisme qui la remplace; »;

2° par l'addition, à la fin de la définition de « adhérent », des mots « , et les représentants de la personne ou société »;

3° par l'addition, à la fin du paragraphe *b* de la définition de « Bourse reconnue », des mots « ou autorisée par celle-ci »;

4° par le remplacement de la définition de « membre » par la suivante :

« « membre » : à l'égard d'une Bourse reconnue, une personne ou société qui remplit l'une des conditions suivantes, ainsi que ses représentants :

a) elle détient au moins un siège à la Bourse,

b) la Bourse lui a accordé des droits d'accès à la négociation directe et elle est assujettie au contrôle de la Bourse; » ;

5° par le remplacement de la définition de « titre coté à l'étranger » par la suivante :

« « titre coté à l'étranger » : un titre qui est inscrit à la cote d'une Bourse ou coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations à l'extérieur du Canada qui est réglementé par un membre ordinaire de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, mais qui n'est pas inscrit à la cote d'une Bourse ni coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations au Canada; »;

6° par l'addition, à la fin de la définition de « utilisateur », des mots « , et les représentants de la personne ou société ».

2. Le paragraphe 1 de l'article 7.1 de ce règlement est modifié par la suppression des mots « qui respecte les normes établies par le fournisseur de services de réglementation ».

3. L'article 7.2 de ce règlement est modifié par la suppression des mots « qui respecte les normes établies par le fournisseur de services de réglementation ».

4. L'article 7.5 de ce règlement est modifié par le remplacement des mots « et à jour » par les mots « en temps réel ».

5. Les paragraphes 1 et 3 à 5 de l'article 8.2 de ce règlement sont modifiés par la suppression des mots « qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation, selon les exigences de celui-ci ».

6. L'article 8.3 de ce règlement est modifié par l'insertion, après les mots « liste consolidée », du mot « exacte ».

7. L'article 8.5 de ce règlement est modifié :

1° dans le paragraphe 1, par le remplacement des mots « fait état » par les mots « dépose un document faisant état » et par l'insertion, dans le texte anglais, du mot « the » après les mots « criteria for »;

2° dans le paragraphe 2, par le remplacement des mots « fait état » par les mots « dépose un document faisant état ».

8. L'intitulé de la partie 10 et l'article 10.1 de ce règlement sont modifiés par le remplacement, partout où ils se trouvent, des mots « frais de transaction » par « frais de négociation ».

9. L'article 11.1 de ce règlement est modifié par l'addition, après les mots « son activité », des mots « , sous forme électronique ».

10. L'article 11.2 de ce règlement est modifié :

1° dans le paragraphe 1 :

a) par le remplacement des mots « Outre les dossiers prévus à l'article 11.1, le marché tient l'information suivante à jour » par les mots « Dans les dossiers prévus à l'article 11.1, le marché inclut, sous forme électronique, l'information suivante »;

b) dans le sous-paragraphe *b*, par la suppression des mots « , sous forme électronique »;

2° par la suppression des paragraphes 2 et 3.

11. Ce règlement est modifié par l'insertion, après l'article 11.2, de l'article suivant :

« **11.2.1 La transmission de l'information sous forme électronique**

Le marché transmet l'information suivante :

a) il transmet au fournisseur de services de réglementation, s'il a conclu une entente avec lui en vertu du Règlement 23-101 sur les règles de négociation, l'information que celui-ci exige, dans un délai de dix jours et sous forme électronique;

b) il transmet à l'autorité en valeurs mobilières l'information que celle-ci exige en vertu de la législation en valeurs mobilières, dans un délai de dix jours et sous forme électronique. ».

12. L'article 12.2 de ce règlement est modifié par le remplacement des mots « Les alinéas b) et c) de l'article 12.1 ne s'appliquent pas » par « Le paragraphe *b* de l'article 12.1 ne s'applique pas ».

13. Ce règlement est modifié par l'insertion, après la partie 14, de la partie suivante :

« **PARTIE 14.1 RAPPORT DU MARCHÉ SUR L'EXÉCUTION DES ORDRES**

14.1.1 Rapport du marché sur l'exécution des ordres

1) Le marché met à la disposition du public un rapport mensuel sous forme électronique portant sur les ordres d'exécution, à l'exception des ordres exclus au sens du Règlement 23-101 sur les règles de négociation, qu'il a reçus de tout participant au marché et qui n'ont pas été acheminés immédiatement à un autre marché, et présente dans ce rapport l'information suivante :

Mesure de la liquidité :

a) le nombre d'ordres reçus par le marché;

b) le nombre d'ordres annulés;

c) le nombre d'ordres exécutés sur le marché;

d) le volume moyen de tous les ordres reçus sur le marché;

Statistiques sur les négociations :

e) le nombre d'opérations exécutées sur le marché;

f) le volume de toutes les opérations exécutées sur le marché;

g) la valeur de toutes les opérations exécutées sur le marché;

h) la moyenne arithmétique et la taille médiane des opérations exécutées sur le marché;

i) le nombre d'opérations exécutées sur le marché dont le volume est le suivant :

i) pour les titres autres que les options, le volume suivant :

1. plus de 5 000 actions;

2. plus de 10 000 actions;

ii) pour les options, le volume suivant :

1. plus de 100 contrats d'options;

2. plus de 250 contrats d'options;

Mesure de la rapidité et de la certitude de l'exécution :

j) le nombre d'ordres exécutés aux meilleurs cours acheteur et vendeur du marché dans les délais suivants :

i) de 0 à 9 secondes après réception;

ii) de 10 à 59 secondes après réception;

iii) de 60 secondes à 5 minutes après réception;

iv) plus de 5 minutes après réception.

2) L'information prévue aux sous-paragraphes *a* à *j* du paragraphe 1 est classée selon le titre et le type d'ordre. ».

14. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur de ce règlement*).

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU *RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ*

PARTIE 1 MODIFICATIONS

1.1 Modifications

1) Le présent texte modifie l'Instruction générale relative *au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché.*

2) L'article 1.2 de cette instruction est modifié par le remplacement de la dernière phrase par la suivante :

« Un titre qui est inscrit à la cote d'une Bourse étrangère ou qui est coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations étranger, mais qui n'est pas inscrit à la cote d'une Bourse canadienne ni coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations canadien correspond à la définition du « titre coté à l'étranger ». ».

3) Le paragraphe 3 de l'article 5.1 de cette instruction est modifié par le remplacement de la dernière phrase par la suivante :

« Pour l'application des articles 7.1, 7.3, 8.1 et 8.2 du règlement, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ne considèrent pas les ordres assortis de conditions particulières qui ne sont pas immédiatement exécutables ou qui sont négociés sur les registres des ordres assortis de conditions particulières, notamment tout ou rien, une quantité minimale ou une livraison au comptant ou différée, comme des ordres devant être fournis à une agence de traitement de l'information, ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information aux fins de consolidation. ».

4) L'article 9.1 de cette instruction est modifiée :

a) par le remplacement du paragraphe 1 par le suivant :

« **9.1 Les règles de transparence de l'information relatives aux titres cotés**

1) Conformément au paragraphe 1 de l'article 7.1 du règlement, le marché qui affiche à l'intention d'une personne ou société des ordres portant sur des titres cotés doit fournir de l'information à une agence de traitement de l'information, ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information. L'article 7.2 exige du marché qu'il fournisse de l'information sur les opérations effectuées sur des titres cotés à une agence de traitement de l'information, ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information. »;

b) par l'addition, à la fin du paragraphe 2, de ce qui suit :

« Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières s'attendent à ce que l'information qui doit être transmise à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information en vertu du règlement le soit en temps réel ou d'une manière s'en rapprochant le plus possible. »;

c) par la suppression des paragraphe 3 et 4.

5) Le sous-paragraphe *c* du paragraphe 3 de l'article 10.1 de cette instruction est modifié par la suppression des mots « qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation des marchés de titres à revenu fixe ».

6) L'article 12.1 de cette instruction est modifié :

a) par le remplacement, partout où ils se trouvent, des mots « frais de transaction » par « frais de négociation »;

b) par l'insertion, après la première phrase, de la suivante :

« Le barème devrait inclure tous les frais de négociation et indiquer les frais minimaux et maximaux exigibles pour des opérations représentatives. »;

c) par la suppression de la phrase suivante :

« Chaque marché est tenu d'afficher publiquement le barème de tous les frais de transaction applicables aux participants d'un autre marché pour avoir accès à un ordre et exécuter une opération affichée par l'entremise de l'agence de traitement de l'information ou d'un fournisseur d'information. ».

7) Cette instruction est modifiée par l'addition, après la partie 16, de la suivante :

« PARTIE 17 RAPPORT DU MARCHÉ SUR L'EXÉCUTION DES ORDRES

17.1 Rapport du marché sur l'exécution des ordres

1) L'article 14.1.1 du règlement exige que le marché mette à la disposition du public des rapports mensuels standardisés présentant des donnés statistiques sur l'exécution des ordres. On s'attend à ce que cette information serve de point de départ à la promotion de la visibilité et à la meilleure exécution, particulièrement en ce qui a trait aux facteurs qui y concourent, soit le cours et la rapidité d'exécution. On s'attend également à ce que l'information constitue pour les courtiers et conseillers un outil d'évaluation de la qualité de l'exécution sur les différents marchés et les aide à s'acquitter de l'obligation d'obtenir la meilleure exécution.

2) L'article 14.1.1 du règlement mentionne le « type d'ordre ». Les types d'ordres sont établis par chaque marché et comprennent l'application intentionnelle, l'application interne, l'ordre au dernier cours, l'ordre de base, l'ordre au cours du marché, l'ordre au premier cours, l'ordre au cours de clôture, l'ordre au mieux, l'ordre à cours limité et l'ordre assorti de conditions particulières. ».

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 2°, 3°, 8°, 9.1°, 15°, 26°, 32° et 34°)

1. Le Règlement 23-101 sur les règles de négociation est modifié par l'insertion, après l'intitulé de la partie 1, de l'article suivant :

« **1.1 Définitions -** Dans le présent règlement, on entend par :

« accès parrainé par un courtier » : l'accès au système de négociation d'un marché octroyé à un client par un courtier qui est membre, utilisateur ou adhérent, et établi soit directement, soit au moyen d'une connexion électronique avec le système d'acheminement des ordres du courtier;

« meilleure exécution » : les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances;

« ordre exclu » : un ordre qui remplit l'une des conditions suivantes :

a) il est subordonné à une condition autre que le cours;

b) le cours ne peut être déterminé au moment de la saisie de l'ordre;

c) le cours est déterminé en fonction des cours obtenus dans le cadre d'une ou de plusieurs opérations sur dérivés;

« participant parrainé par un courtier » : une personne ou société qui a un accès parrainé par un courtier et qui est un « client institutionnel » au sens du Principe directeur n° 4, Normes minimales concernant l'ouverture, le fonctionnement et la surveillance des comptes institutionnels, de l'ACCOVAM, et de ses modifications, y compris les représentants de la personne ou société. ».

2. L'intitulé de la partie 4 de ce règlement est modifié, dans le texte français, par l'intitulé suivant :

« **PARTIE 4 LA MEILLEURE EXÉCUTION** ».

3. L'article 4.2 de ce règlement est remplacé par les articles suivants :

« **4.2 La meilleure exécution -** Le courtier ou le conseiller qui agit pour le compte d'un client fait des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution.

4.3 L'information sur les ordres – Pour se conformer à l'article 4.2, le courtier ou le conseiller fait des efforts raisonnables pour utiliser les mécanismes qui donnent de l'information sur les ordres. ».

4. L'article 5.1 de ce règlement est modifié par l'insertion, après les mots « sur un titre donné », des mots « à des fins réglementaires ».

5. L'article 7.1 de ce règlement est modifié :

1° par le remplacement du paragraphe 1 par le paragraphe suivant :

« 1) La Bourse reconnue a les obligations suivantes :

a) établir des règles régissant la conduite de ses membres et de ses participants parrainés par un courtier qui prévoient notamment les obligations suivantes :

i) l'obligation pour les membres et les participants parrainés par un courtier d'exercer leurs activités de négociation conformément au présent règlement;

ii) l'obligation pour les membres qui octroient un accès à des participants parrainés par un courtier de tenir une liste de ces participants et d'examiner leur conduite, ainsi que de déclarer à la Bourse reconnue ou, le cas échéant, au fournisseur de services de réglementation toute conduite qui est ou qui paraît contraire aux règles prévues au présent paragraphe;

b) surveiller la conduite de ses membres et de ses participants parrainés par un courtier et appliquer les règles prévues au sous-paragraphe *a*;

c) tenir une liste de tous les participants parrainés par un courtier de la Bourse reconnue. »;

2° dans le paragraphe 2, par l'insertion, après les mots « ses membres », des mots « et des participants parrainés par un courtier ».

6. L'article 7.2 de ce règlement est modifié par l'insertion, après les mots « de ses membres » et « des membres », des mots « et de ses participants parrainés par un courtier » et « et des participants parrainés par un courtier », respectivement.

7. L'article 7.3 de ce règlement est modifié par le remplacement du paragraphe 1 par le paragraphe suivant :

« 1) Le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations a les obligations suivantes :

a) établir des règles régissant la conduite de ses utilisateurs et de ses participants parrainés par un courtier qui prévoient notamment les obligations suivantes :

i) l'obligation pour les utilisateurs et les participants parrainés par un courtier d'exercer leurs activités de négociation conformément au présent règlement;

ii) l'obligation pour les utilisateurs qui octroient un accès à des participants parrainés par un courtier de tenir une liste de ces participants et d'examiner leur conduite, ainsi que de déclarer au système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou, le cas échéant, au fournisseur de services de réglementation toute conduite qui est ou qui paraît contraire aux règles prévues au présent paragraphe;

b) surveiller la conduite de ses utilisateurs et de ses participants parrainés par un courtier et appliquer les règles prévues au sous-paragraphe *a*;

c) tenir une liste de tous les participants parrainés par un courtier du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations. ».

8. L'article 7.4 de ce règlement est modifié par l'insertion, après les mots « de ses utilisateurs » et « des utilisateurs », des mots « et de ses participants parrainés par un courtier » et « et des participants parrainés par un courtier », respectivement.

9. Ce règlement est modifié par l'insertion, après l'article 7.5, des articles suivants :

« **7.6 L'entente entre la Bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de services de réglementation et le participant parrainé par un courtier**

1) La Bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de services de réglementation qui surveille la conduite d'un participant parrainé par un courtier pour le compte d'une Bourse reconnue ou d'un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations conclut avec le participant parrainé par un courtier une entente écrite prévoyant les points suivants :

a) le participant parrainé par un courtier exerce ses activités de négociation conformément aux règles prévues au paragraphe 1 de l'article 7.1 ou 7.3, selon le cas;

b) le participant parrainé par un courtier reconnaît que la Bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de

services de réglementation surveillera sa conduite et appliquera les règles prévues au paragraphe 1 de l'article 7.1 ou 7.3, selon le cas;

c) le participant parrainé par un courtier se conforme aux ordres et directives donnés par la Bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de services de réglementation, notamment aux ordres l'excluant des négociations sur tout marché;

d) tout représentant du participant parrainé par un courtier qui saisit des ordres sur la Bourse reconnue ou sur le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations a réussi l'un des examens suivants :

i) l'examen du Cours de formation à l'intention des négociateurs de l'Institut canadien des valeurs mobilières;

ii) tout autre examen relatif à un cours ou à une formation jugés acceptables par l'autorité en valeurs mobilières et la Bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de services de réglementation ou l'entité d'autoréglementation.

2) Le sous-paragraphe *d* du paragraphe 1 ne s'applique pas avant [insérer la date – l'expiration d'une période d'un an à compter de l'entrée en vigueur du Règlement modifiant le présent règlement].

7.7 Les obligations des membres et des utilisateurs à l'égard des participants parrainés par un courtier – Les membres de la Bourse reconnue ou les utilisateurs du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui octroient un accès à des participants parrainés par un courtier ont les obligations suivantes :

a) tenir une liste des participants parrainés par un courtier à qui ils ont octroyé l'accès;

b) examiner la conduite des participants parrainés par un courtier et déclarer à la Bourse reconnue, au système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou, le cas échéant, au fournisseur de services de réglementation toute conduite qui est ou qui paraît contraire aux règles prévues au paragraphe 1 de l'article 7.1 ou 7.3, selon le cas.

7.8 L'obligation relative à la formation - La Bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations s'assure que le participant parrainé par un courtier à qui un membre ou un utilisateur a octroyé un accès reçoit une formation sur les règles établies par la Bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de services de réglementation.

7.9 La condition préalable aux négociations sur la Bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations

1) La Bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ne peut exécuter d'ordre reçu d'un membre ou d'un utilisateur pour le compte d'un participant parrainé par un courtier que si ce dernier a conclu l'entente écrite visée à l'article 7.6.

2) Le paragraphe 1 ne s'applique pas avant [insérer la date – l'expiration d'une période de six mois à compter de l'entrée en vigueur du Règlement modifiant le présent règlement].

7.10 La restriction de l'accès parrainé par un courtier – Le participant parrainé par un courtier de la Bourse reconnue ou du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations n'octroie pas d'accès parrainé par un courtier à cette Bourse ni à ce système de cotation et de déclaration d'opérations. ».

10. L'intitulé de la partie 8 et les articles 8.1 à 8.4 de ce règlement sont remplacés par les suivants :

« **PARTIE 8 LA SURVEILLANCE ET LES MESURES D'APPLICATION DANS LE CAS DU SNP, DE SES ADHÉRENTS ET DES PARTICIPANTS PARRAINÉS PAR UN COURTIER ».**

8.1 Les règles établies par le fournisseur de services de réglementation pour le SNP

1) Le fournisseur de services de réglementation établit des règles régissant le SNP, ses adhérents et ses participants parrainés par un courtier, notamment les obligations suivantes :

a) l'obligation pour le SNP, ses adhérents et ses participants parrainés par un courtier d'exercer leurs activités de négociation conformément au présent règlement;

b) l'obligation pour le SNP de tenir une liste des participants parrainés par un courtier et d'examiner la conduite de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier, ainsi que de déclarer au fournisseur de services de réglementation toute conduite qui est ou qui paraît contraire aux règles prévues au présent paragraphe.

2) Le fournisseur de services de réglementation surveille la conduite du SNP, de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier et applique les règles prévues au paragraphe 1.

3) Le paragraphe 2 s'applique au SNP qui cesse son activité en qualité de SNP et à ses représentants, ainsi qu'à ses adhérents et à ses participants parrainés par un courtier,

actuels et anciens, en ce qui concerne leur conduite pendant qu'ils étaient assujettis aux règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

8.2 L'entente entre le SNP et le fournisseur de services de réglementation - Le SNP et le fournisseur de services de réglementation concluent une entente écrite prévoyant les points suivants :

a) le SNP exerce ses activités conformément aux règles prévues au paragraphe 1 de l'article 8.1;

b) le fournisseur de services de réglementation surveille la conduite du SNP, de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier;

c) le fournisseur de services de réglementation applique les règles prévues au paragraphe 1 de l'article 8.1;

d) le SNP transmet au fournisseur de services de réglementation l'information visée à la partie 11 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché;

e) le SNP se conforme aux ordres et directives donnés par le fournisseur de services de réglementation.

8.3 L'entente entre le SNP et l'adhérent - Le SNP et l'adhérent concluent une entente écrite prévoyant les points suivants :

a) l'adhérent exerce ses activités de négociation conformément aux règles prévues au paragraphe 1 de l'article 8.1;

b) l'adhérent reconnaît que le fournisseur de services de réglementation surveillera sa conduite ainsi que celle de tout participant parrainé par un courtier à qui l'adhérent a octroyé un accès parrainé par un courtier et appliquera les règles prévues au paragraphe 1 de l'article 8.1;

c) l'adhérent se conforme aux ordres et directives donnés par le fournisseur de services de réglementation, notamment aux ordres excluant l'adhérent ou le participant parrainé par un courtier des négociations sur tout marché.

8.4 L'entente entre le fournisseur de services de réglementation et l'adhérent du SNP ou le participant parrainé par un courtier du SNP

1) Le fournisseur de services de réglementation et l'adhérent du SNP ou le participant parrainé par un courtier du SNP concluent une entente écrite prévoyant les points suivants :

a) l'adhérent ou le participant parrainé par un courtier exerce ses activités de négociation conformément aux règles prévues au paragraphe 1 de l'article 8.1;

b) l'adhérent ou le participant parrainé par un courtier reconnaît que le fournisseur de services de réglementation surveillera sa conduite et appliquera les règles prévues au paragraphe 1 de l'article 8.1;

c) l'adhérent ou le participant parrainé par un courtier se conforme aux ordres et directives donnés par le fournisseur de services de réglementation, notamment aux ordres l'excluant des négociations sur tout marché;

d) tout représentant de l'adhérent ou du participant parrainé par un courtier qui saisit des ordres a réussi l'un des examens suivants :

i) l'examen du Cours de formation à l'intention des négociateurs de l'Institut canadien des valeurs mobilières;

ii) tout autre examen relatif à un cours ou à une formation jugés acceptables par l'autorité en valeurs mobilières et le fournisseur de services de réglementation ou l'entité d'autoréglementation.

2) Le sous-paragraphe *d* du paragraphe 1 ne s'applique pas avant [insérer la date – l'expiration d'une période d'un an à compter de l'entrée en vigueur du Règlement modifiant le présent règlement].

8.5 L'obligation relative à la formation – Le SNP s'assure que ses adhérents et ses participants parrainés par un courtier reçoivent une formation sur les règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

8.6 Les obligations des adhérents à l'égard des participants parrainés par un courtier – Les adhérents du SNP qui octroient un accès à des participants parrainés par un courtier ont les obligations suivantes :

a) tenir une liste des participants parrainés par un courtier à qui ils ont octroyé l'accès;

b) examiner la conduite des participants parrainés par un courtier et déclarer au fournisseur de services de réglementation toute conduite qui est ou qui paraît contraire aux règles prévues au paragraphe 1 de l'article 8.1.

8.7 La condition préalable aux négociations sur le SNP

1) Le SNP ne peut exécuter d'ordre pour le compte d'un adhérent que si les conditions suivantes sont remplies :

a) le SNP a conclu les ententes écrites visées aux articles 8.2 et 8.3;

b) les adhérents ou les participants parrainés par un courtier ont conclu l'entente écrite visée à l'article 8.4.

2) Le sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 ne s'applique pas avant [insérer la date – l'expiration d'une période de six mois à compter de l'entrée en vigueur du Règlement modifiant le présent règlement].

8.8 La restriction de l'accès parrainé par un courtier – Le participant parrainé par un courtier du SNP n'octroie pas d'accès parrainé par un courtier à ce SNP. ».

11. Le paragraphe 1 de l'article 9.1 de ce règlement est modifié par l'insertion, après les mots « au présent règlement », des mots « et a l'obligation d'examiner la conduite de ses clients ainsi que de déclarer au fournisseur de services de réglementation toute conduite qui est ou qui paraît contraire à ces règles ».

12. L'article 11.2 de ce règlement est modifié :

1° par la suppression des paragraphes 5 et 6;

2° par le remplacement, dans le paragraphe 7, du numéro « 7 » par le numéro « 5 ».

13. Ce règlement est modifié par l'addition, après l'article 11.2, de l'article suivant :

« **11.2.1 La transmission de l'information sous forme électronique**

1) Le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations transmettent l'information suivante :

a) ils transmettent au fournisseur de services de réglementation l'information que celui-ci exige, dans un délai de dix jours et sous forme électronique;

b) ils transmettent à l'autorité en valeurs mobilières l'information que celle-ci exige en vertu de la législation en valeurs mobilières, dans un délai de dix jours et sous forme électronique.

2) L'enregistrement conservé par le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations conformément aux paragraphes 1 à 4 de l'article 11.2 et la transmission de l'information à l'autorité en valeurs mobilières ou au fournisseur de services de réglementation conformément au paragraphe 1 se font sous la forme électronique visée par un règlement de l'autorité en valeurs mobilières ou une règle du fournisseur de services de réglementation ou de l'entité d'autoréglementation au plus tard le 1er janvier 2010. ».

14. Ce règlement est modifié par l'insertion, après la partie 11, de la partie suivante :

« **PARTIE 11.1 LES OBLIGATIONS D'INFORMATION DES COURTIERS**

11.1.1 La déclaration des ordres acheminés par le courtier

1) Chaque trimestre civil, tout courtier met à la disposition du public un rapport sur les ordres acheminés à titre de mandataire au cours du trimestre et y présente, lorsque des titres sont négociés sur plusieurs marchés, sous la forme d'une moyenne mensuelle, s'il y a lieu, l'information suivante :

a) le pourcentage du total des ordres clients et le pourcentage d'entre eux qui étaient des ordres au mieux, des ordres à cours limité et des ordres d'un autre type;

b) le nom des marchés auxquels les ordres ont été acheminés aux fins d'exécution, notamment le pourcentage des ordres acheminés à chaque marché;

c) les aspects importants de la relation du courtier avec le marché, y compris une description de toute convention.

2) Tout courtier indique à son client, sur demande, le nom des marchés auxquels ses ordres ont été acheminés aux fins d'exécution au cours des six mois précédant la demande, le fait que le courtier avait reçu ou non la directive expresse d'acheminer les ordres à un marché en particulier aux fins d'exécution et la date des opérations, le cas échéant, ayant découlé de ces ordres.

3) Le paragraphe 1 ne s'applique pas dans les cas suivants :

a) l'ordre a été saisi par un participant parrainé par un courtier;

b) le client a donné comme directive au courtier d'acheminer l'ordre à un marché en particulier. ».

15. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur de ce règlement*).

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU *RÈGLEMENT 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION*

PARTIE 1 MODIFICATIONS

1.1 Modifications

1) Le présent texte modifie l'Instruction générale relative au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*.

2) Cette instruction est modifiée par l'insertion, après la partie 1, de la partie suivante :

« PARTIE 1.1 DÉFINITIONS

1.1.1 Définition de « meilleure exécution »

1) Dans le règlement, la meilleure exécution s'entend des « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». Pour déterminer ce qui constitue la meilleure exécution, le courtier ou le conseiller peut tenir compte de certains éléments, dont les suivants :

a) le cours;

b) la rapidité d'exécution;

c) la certitude de l'exécution;

d) le coût global de la transaction;

Nous sommes d'avis que ces quatre principaux éléments englobent des facteurs plus précis, tels que la taille des ordres, la fiabilité des cotes, la liquidité, l'incidence sur le marché (la fluctuation du cours qui découle de l'exécution d'un ordre) et le coût de renonciation (l'occasion manquée d'obtenir un meilleur cours lorsqu'un ordre n'a pas été exécuté au moment le plus avantageux). Le coût global de la transaction est censé comprendre, selon le cas, tous les coûts associés à l'accès à un ordre ou à l'exécution d'une opération qui sont à la charge du client, y compris les frais découlant de la négociation des titres sur un marché en particulier, les frais de jitney (c'est-à-dire tous frais d'accès aux négociations imposés entre courtiers) et les coûts de règlement. En outre, pour le conseiller, la commission exigée par un courtier serait considérée comme faisant partie du coût de la transaction.

2) La définition de « meilleure exécution » s'appliquera différemment selon les instructions et les besoins du client, le titre visé, les conditions existantes du marché et selon que le courtier ou le conseiller doive s'acquitter ou non de l'obligation de meilleure

exécution dans les circonstances. Prière de se reporter à l'exposé détaillé présenté à la partie 4 ci-après.

1.1.2 Définition de « participant parrainé par un courtier » et de « accès parrainé par un courtier »

1) L'article 1.1 du règlement définit le « participant parrainé par un courtier » comme une personne ou société, autre qu'un courtier, qui a un accès parrainé par un courtier à un marché et est un « client institutionnel » au sens du Principe directeur n^{o} 4, Normes minimales concernant l'ouverture, le fonctionnement et la surveillance des comptes institutionnels, de l'ACCOVAM, et de ses modifications, y compris les représentants de la personne ou société. L'obligation pour la personne ou société d'être un « client institutionnel » au sens de ce principe directeur a été ajouté afin de clarifier le fait que les obligations prévues par le règlement en ce qui concerne les « participants parrainés par un courtier » s'appliquent uniquement aux clients institutionnels des courtiers qui parrainent l'accès au marché et non aux clients individuels qui détiennent des comptes d'exécution d'ordres auprès de courtiers exécutants qui sont assujettis à d'autres obligations. ».

3) La partie 4 de cette instruction est remplacée par la suivante :

« **PARTIE 4 LA MEILLEURE EXÉCUTION**

4.1 La meilleure exécution

1) L'obligation de meilleure exécution prévue à la partie 4 du règlement ne s'applique pas au SNP qui est inscrit comme courtier, sous réserve qu'il exerce ses activités à titre de marché et ne traite pas les ordres clients autrement que pour les accepter aux fins d'exécution dans le système. Toutefois, l'obligation de meilleure exécution s'applique au SNP qui agit à titre de mandataire d'un client.

2) L'article 4.2 du règlement exige que le courtier ou le conseiller qui agit pour le compte d'un client fasse des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution (les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances). Cette obligation s'applique pour tous les titres.

3) Bien que ce qui représente la « meilleure exécution » varie selon les circonstances, le courtier ou le conseiller doit être en mesure de démontrer qu'il a mis en place un processus conçu pour réaliser la meilleure exécution, y compris des moyens d'évaluer si elle a été réalisée, et qu'il a pris toutes les mesures raisonnables, notamment qu'il a appliqué ce processus. Les politiques et procédures du courtier ou du conseiller devraient tenir compte du processus et être revues régulièrement. Les obligations du courtier ou du conseiller seront fonction de son rôle dans l'exécution des ordres. Par exemple, dans ses efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution, le courtier devrait tenir compte de certains facteurs, dont les instructions du client, les objectifs de

placement du client et sa propre connaissance des marchés et des scénarios d'opérations. Le conseiller devrait lui aussi tenir compte de certains facteurs, notamment l'évaluation des exigences ou des objectifs de placement du client, la sélection des courtiers et des marchés appropriés ainsi que la surveillance régulière des résultats. De plus, lorsque le conseiller accède directement à un marché, les facteurs dont les courtiers doivent tenir compte pourraient également s'appliquer.

4) Lorsque des titres inscrits à la cote d'une Bourse canadienne ou cotés sur un système canadien de cotation et de déclaration d'opérations sont intercotés au Canada ou sur une Bourse étrangère ou un système étranger de cotation et de déclaration d'opérations, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment que, dans ses efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution, le courtier devrait évaluer s'il convient de tenir compte de tous les marchés à la cote desquels les titres sont inscrits ou sur lesquels ils sont cotés et de l'endroit où les titres sont négociés, tant au pays qu'à l'étranger.

5) Dans le cas des titres cotés à l'étranger, s'ils sont négociés sur un SNP au Canada, les courtiers devraient évaluer s'il convient de tenir compte du SNP ainsi que des marchés étrangers sur lesquels les titres sont négociés.

6) Pour s'acquitter de son obligation de meilleure exécution lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés au Canada, le courtier devrait prendre en considération l'information provenant de tous les marchés (et pas seulement des marchés auxquels il participe). Il ne s'ensuit pas nécessairement que le courtier doive avoir accès aux listes de données transmises en temps réel par chaque marché, mais il devrait établir des politiques et des procédures raisonnables de meilleure exécution qui tiennent notamment compte de l'information relative aux ordres ou aux opérations exécutés sur tous les marchés pertinents dans les circonstances. Le courtier devrait examiner ces politiques et procédures régulièrement. En outre, il devrait prendre les dispositions nécessaires pour accéder aux ordres, s'il y a lieu. Il peut s'agir notamment de conclure une entente avec un autre courtier participant à un marché particulier ou d'acheminer un ordre vers un marché donné.

7) L'article 4.2 du règlement s'applique au conseiller inscrit et au courtier inscrit qui fournit des conseils mais qui est dispensé de l'obligation d'inscription à titre de conseiller.

8) L'article 4.3 du règlement exige que le courtier ou le conseiller fasse des efforts raisonnables pour utiliser les mécanismes qui donnent de l'information sur les ordres. Par efforts raisonnables, on entend l'utilisation de l'information affichée par l'agence de traitement de l'information, ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, un fournisseur d'information. ».

4) L'article 5.1 de cette instruction est modifié par l'insertion, après la première phrase, de ce qui suit :

« L'article 5.1 du règlement s'applique lorsqu'une suspension de cotation à des fins réglementaires a été imposée par un fournisseur de services de réglementation, une Bourse reconnue, un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou une Bourse ou un système de cotation et de déclaration d'opérations qui a été reconnu pour l'application du règlement et du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché. La suspension de cotation visée à l'article 5.1 du règlement est celle qui a été imposée pour préserver le bon fonctionnement et le caractère équitable du marché, notamment les suspensions de cotation découlant d'une politique relative à l'information occasionnelle ou pour manquement aux obligations réglementaires. ».

5) La partie 7 de cette instruction est modifiée :

a) par le remplacement de l'article 7.1 par le suivant :

« **7.1 La surveillance et les mesures d'application des règles établies par la Bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations**

1) En vertu de l'article 7.1 du règlement, la Bourse reconnue établit ses propres règles régissant la conduite de ses membres et de ses participants parrainés par un courtier. De même, en vertu de l'article 7.3 du règlement, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations établit ses propres règles régissant la conduite de ses utilisateurs et de ses participants parrainés par un courtier. La Bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations peut surveiller leur conduite et appliquer ces règles soit directement, soit par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation. Le fournisseur de services de réglementation est une personne ou société qui fournit des services de réglementation et qui est une Bourse reconnue, un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou une entité d'autoréglementation reconnue.

2) Conformément aux articles 7.2 et 7.4 du règlement, la Bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui choisit de confier la surveillance et l'application des règles à un fournisseur de services de réglementation doit conclure avec lui une entente aux termes de laquelle le fournisseur de services de réglementation s'engage à appliquer les règles établies par la Bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations. En vertu de l'article 7.6 du règlement, le participant parrainé par un courtier est tenu de conclure une entente avec la Bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou, si la surveillance et les mesures d'application sont assurées par un fournisseur de services de réglementation, avec ce dernier. L'article 7.8 du règlement oblige la Bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations à s'assurer que les participants parrainés par un courtier reçoivent une formation sur les règles établies par la Bourse, le système de cotation et de déclaration d'opérations ou, le cas échéant, le fournisseur de services de réglementation.

3) Conformément à l'article 7.7 du règlement, les membres de la Bourse reconnue ou les utilisateurs du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations doivent tenir une liste des participants parrainés par un courtier auxquels ils ont octroyé un accès et examiner la conduite de ces participants, ainsi que déclarer cette conduite à la Bourse reconnue, au système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou, le cas échéant, au fournisseur de services de réglementation. En outre, le sous-paragraphe *c* du paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3 du règlement exige de la Bourse reconnue et du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qu'ils tiennent une liste de tous les participants parrainés par un courtier qui ont accès à leur marché.

4) Les articles 7.10 et 8.8 du règlement interdisent à un participant parrainé par un courtier d'octroyer un accès parrainé par un courtier à une Bourse reconnue, à un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou à un SNP. Cette restriction a été ajoutée dans le règlement pour empêcher que les clients du courtier ne fournissent l'accès parrainé par un courtier à leurs clients. ».

b) par le remplacement de l'article 7.2 par le suivant :

« **7.2 La surveillance et les mesures d'application dans le cas du SNP**

1) Conformément à l'article 8.1 du règlement, le fournisseur de services de réglementation établit des règles régissant la conduite du SNP, de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier. Le sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 de l'article 8.1 du règlement indique expressément que le SNP a l'obligation d'examiner la conduite de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier et de déclarer toute conduite qui est ou qui paraît contraire aux règles établies par le fournisseur de services de réglementation. Cette disposition est destinée à s'appliquer lorsque le SNP peut être mieux placé que le fournisseur de services de réglementation pour obtenir de l'information. Par exemple, le SNP peut posséder sur les relations entre divers comptes d'adhérents de l'information qui peut permettre de détecter certains types d'activités entre ces comptes. Dans un autre cas, le SNP peut posséder de l'information sur des transactions échouées auxquelles avaient participé des adhérents qui soit utile pour la surveillance des ventes à découvert. On s'attend ce que le SNP avise le fournisseur de services de réglementation lorsqu'il prend connaissance d'information pertinente.

2) Avant d'exécuter un ordre pour un adhérent (y compris un ordre pour un participant parrainé par un courtier), le SNP doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation et une entente avec chaque adhérent. En outre, les adhérents et les participants parrainés par un courtier doivent conclure des ententes avec le fournisseur de services de réglementation. Ces ententes forment le fondement sur lequel s'appuie le fournisseur de services de réglementation pour surveiller les activités de négociation du SNP, de ses adhérents et des participants parrainés par un courtier et pour appliquer les règles qu'il a établies. Ces règles doivent prévoir l'obligation pour le SNP, ses adhérents et les participants parrainés par un courtier d'exercer leurs activités de négociation conformément au règlement. Le SNP, ses adhérents et les participants parrainés

par un courtier sont considérés comme se conformant au règlement et sont dispensés de l'application de la plupart de ses dispositions s'ils respectent les règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

3) En vertu du paragraphe *d* de l'article 8.4 du règlement, tout représentant d'un adhérent ou d'un participant parrainé par un courtier qui saisit des ordres doit réussir l'examen du Cours de formation à l'intention des négociateurs de l'Institut canadien des valeurs mobilières (auquel doivent actuellement se soumettre les courtiers qui négocient sur le marché des titres de participation) ou tout autre examen relatif à un cours ou à une formation jugés acceptables par l'autorité en valeurs mobilières et le fournisseur de services de réglementation ou l'entité d'autoréglementation reconnue. Conformément à l'article 8.5 du règlement, le SNP est tenu de s'assurer que ses adhérents et ses participants parrainés par un courtier reçoivent une formation sur les règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

4) En vertu de l'article 8.6 du règlement, les adhérents du SNP doivent tenir une liste des participants parrainés par un courtier à qui ils ont octroyé l'accès, examiner la conduite de ces participants et la déclarer au fournisseur de services de réglementation. De plus, le sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 de l'article 8.1 du règlement exige du fournisseur de services de réglementation qu'il établisse des règles aux termes desquelles le SNP doit tenir une liste des participants parrainés par un courtier à qui il a octroyé l'accès et déclarer au fournisseur de services de réglementation toute conduite qui est ou qui paraît contraire aux règles établies par celui-ci. ».

6) La partie 8 de cette instruction est modifiée :

a) par le remplacement de l'article 8.2 par le suivant :

« **8.2 La transmission de l'information au fournisseur de services de réglementation –** Conformément à l'article 11.3 du règlement, le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doivent fournir au fournisseur de services de réglementation l'information que celui-ci exige, dans un délai de dix jours et sous forme électronique. Cette obligation ne s'applique que dans le cas où le fournisseur de services de réglementation établit des règles concernant la transmission de l'information. »;

b) par le remplacement de l'article 8.3 par le suivant :

« **8.3 La forme électronique –** Le paragraphe 1 de l'article 11.2.1 du règlement exige que l'information soit transmise au fournisseur de services de réglementation et à l'autorité en valeurs mobilières sous forme électronique. Le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doivent fournir l'information dans une forme qui permette au fournisseur de services de réglementation et à l'autorité en valeurs mobilières d'y accéder (par exemple, en format SELECTR). Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et les entités d'autoréglementation collaborent avec les intervenants du marché à l'élaboration de normes uniformes en matière de piste de vérification électronique

qui devraient entrer en vigueur au plus tard le 1er janvier 2010, soit la date visée au sous-paragraphe 2 de l'article 11.2.1. ».

7) Cette instruction est modifiée par l'addition, après la partie 8, de la suivante :

« **PARTIE 9 LES OBLIGATIONS D'INFORMATION DES COURTIERS**

9.1 Les obligations d'information des courtiers – L'article 11.1.1 du règlement exige des courtiers qui acheminent des ordres pour le compte de leurs clients qu'ils déclarent leurs pratiques en la matière. Étant donné que les courtiers ont l'obligation de réaliser la meilleure exécution pour leurs clients, ils devraient revoir périodiquement leurs pratiques d'acheminement des ordres pour vérifier qu'ils respectent leur obligation. On s'attend à ce que l'information visée à l'article 11.1.1 du règlement favorise la transparence du processus et donne aux clients la possibilité de surveiller les activités d'acheminement des ordres des courtiers. Les courtiers ont également l'obligation de répondre aux demandes des clients qui veulent savoir où leurs ordres individuels ont été acheminés. ».

Draft Regulation

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (32) and (34), and s. 331.2)

Regulation to amend *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "AMF") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, R.S.Q. c. V-1.1, as amended by *An Act to amend the Securities Act and other legislative provisions*, S.Q. 2006, c. 50, the Regulation to amend *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*, the text of which is published hereunder, may be made by the AMF and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 90 days have elapsed since its publication in the Bulletin of the AMF.

Draft amendments to the Policy Statement to *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* are also published hereunder.

Request for Comments

Comments regarding the above may be transmitted in writing, before the 90-day period for this publication elapses on **July 19, 2007**, to the following:

M^e^ Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria, 22^e^ étage
C.P 246
Montréal (Québec), H4Z 1G3
Fax: (514) 864-6381
E-mail*:* consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Additional information

Additional information is available from:

Serge Boisvert
Regulatory Analyst
Telephone: (514) 395-0337, ext. 4358
Toll-free: 1 (877) 525-0337, ext. 4358
Fax: (514) 873-7455
E-mail: serge.boisvert@lautorite.qc.ca

April 20, 2007

Draft Regulation

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (2), (3), (8), (9.1), (15), (26), (32) and (34), and s. 331.2))

Regulation to amend *Regulation 23-101 respecting Trading Rules*

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "AMF") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, R.S.Q. c. V-1.1, as amended by *An Act to amend the Securities Act and other legislative provisions*, S.Q. 2006, c. 50, the Regulation to amend *Regulation 23-101 respecting Trading Rules*, the text of which is published hereunder, may be made by the AMF and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 90 days have elapsed since its publication in the Bulletin of the AMF.

Draft amendments to the Policy Statement to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* are also published hereunder.

Request for Comments

Comments regarding the above may be transmitted in writing, before the 90-day period for this publication elapses on **July 19, 2007**, to the following:

M^{e} Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria, 22^{e} étage
C.P 246
Montréal (Québec), H4Z 1G3
Fax: (514) 864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Additional information

Additional information is available from:

Serge Boisvert
Regulatory Analyst
Telephone: (514) 395-0337, ext. 4358
Toll-free: 1 (877) 525-0337, ext. 4358
Fax: (514) 873-7455
E-mail: serge.boisvert@lautorite.qc.ca

April 20, 2007

Joint Canadian Securities Administrators

Market Regulation Services Inc. Notice on trade-through protection, best execution and access to marketplaces

Draft Regulation to amend
***Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation,* Draft Regulation to amend *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* and proposed amendments to related**
Universal Market Integrity Rules

I. INTRODUCTION

The Canadian Securities Administrators (CSA) and Market Regulation Services Inc. (RS) have prepared this joint notice. As changes to the regulatory framework will result in amendments to CSA regulations and consequential amendments to RS's Universal Market Integrity Rules (UMIR), the CSA and RS believe that it is important to publish a joint notice to ensure consistency and assist in communication to market participants. Although both the CSA and RS have agreed to the contents of this notice, certain aspects are being proposed by the CSA and others by RS. We have specifically noted whether the CSA or RS is proposing a specific amendment. Where not specifically noted, references to "we" in this notice refer to both the CSA and RS.

The CSA are publishing proposals for comment that would amend *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101), *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) (together, the ATS Rules) and the related policy statements. The purpose of the ATS Rules, which were put into place in December, 2001, was to respond to developments in the markets by establishing a framework that permits competition between traditional exchanges and other marketplaces while ensuring that trading is fair and efficient.[1]

Recent market developments have led to a review of the current rules. As a result, the CSA have concluded that changes should be made to the ATS Rules to reflect the current environment.[2] The CSA have focused on the following three key initiatives:

(1) a "trade-through" discussion, which describes a flexible framework for promoting the value in our markets that all marketplace participants should be treated fairly by requiring all immediately accessible, better-priced visible limit orders, regardless of the marketplaces on which they are entered, to be filled before other limit orders at an inferior price;

(2) proposed amendments to the best execution requirements, which currently limit best execution to achieving best price, to more broadly describe the factors to be considered in seeking best execution, including price, speed of execution, certainty of execution and overall cost of the transaction;[3] and

---

[1] See Notices for background at the Bulletin of the Commission des valeurs mobilières du Québec, Vol. XXX, no 34, 1999-08-27, the Bulletin of the Commission des valeurs mobilières du Québec, Vol. XXXII, no 35, 2001-09-31 and the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 01, no 20, 2004-06-18.

[2] Amendments to certain other provisions in the ATS Rules were finalized at the end of December, 2006. These amendments extended the exemptions related to government bond transparency and electronic audit trail requirements and re-emphasized the CSA's position on best execution responsibilities in a multiple marketplace environment.

[3] Draft amendments to Regulation 23-101, Part 4.

(3) proposed amendments that would establish requirements that must be met by non-dealers to gain access to a marketplace, including that a non-dealer must enter into an agreement with an exchange or a regulation services provider.[4]

At the same time, RS is publishing proposed consequential amendments to UMIR that are necessary as a result of the proposed CSA amendments. RS is recognized as a self-regulatory entity and a regulation services provider for the purposes of the ATS Rules. RS has adopted UMIR as a common set of market integrity principles that apply to all regulated persons in respect of the marketplaces for which RS is the regulation services provider. A regulation services provider provides regulatory services to its members (ATSs) as well as contracts to provide regulatory services on behalf of exchanges. As such, UMIR allows for the competitive operation of equity marketplaces in Canada under a common set of trading rules regulating various trading practices including: manipulative or deceptive methods of trading; short selling; frontrunning; best execution and best price obligations; order entry and order exposure; and client priority and client-principal trading. As the rules of a self-regulatory entity, the requirements under UMIR must be consistent with applicable securities legislation including the ATS Rules.

Part II of this notice reviews recent developments in the equity markets and theories on market structure as well as changes in trading behavior to evaluate whether the current market structure and/or objective should be changed. For background, Appendix A discusses the historical and current theories about how markets should be structured and the regulations that were introduced to promote the objectives that underlie those theories.

Part III considers the proposed regulatory responses and how they are intended to achieve the preferred market structure and objectives (and includes the alternatives that were considered and why they have been rejected). This part includes a discussion of both draft amendments to the ATS Rules and consequential amendments to UMIR.

II. RECENT DEVELOPMENTS AND CONTEXT FOR PROPOSED AMENDMENTS

The purpose of the discussion in this part is to review the changes in the equity markets and theories on market structures to consider whether the integrated market structure is still preferred.

A. The new developments

1. ATSs trading Canadian listed equity securities. Until 2005, ATSs that operated in Canada under the ATS Rules were foreign-based and they did not execute trades in Canadian exchange-traded securities. Trading in Canadian exchange-traded securities only occurred on the TSX, TSX Venture Exchange and, more recently, the Canadian Trading and Quotation System (CNQ).[5] As there are now multiple marketplaces operating in Canada using different execution methodologies to trade the same securities, there are a number of issues to be reconsidered, including whether the objectives and tools[6] regarding competing marketplaces are still relevant. Currently BlockBook, CNQ's Pure Trading, Bloomberg, Shorcan and Liquidnet trade TSX-listed securities and TriAct intends to trade TSX-listed securities upon launch of its operations. Liquidnet also trades TSX Venture securities. The rest of these marketplaces have also indicated that they may extend trading to securities listed on TSX Venture Exchange at a future date.

---

[4] Draft amendments to Regulation 23-101, Parts 7 and 8.

[5] In 1999, the Toronto Stock Exchange, Bourse de Montréal, Vancouver Stock Exchange (VSE) and Alberta Stock Exchange (ASE) entered into an agreement where each exchange would specialize and would not compete for 10 years. The Winnipeg Stock Exchange merged with the entity created by the merger of the ASE and VSE.

[6] For example, any technology or other methods to support the objectives.

2. Theories on how markets compete have changed. In the past, the assumption was that the basis of competition for trading was price only. This was supported by rules that stated that best execution is equivalent to best price. We have seen that the introduction of the ATS Rules has facilitated competition and innovation in the Canadian market by accommodating new marketplaces with diverse models of trading. This has included trading facilities which cater to particular niches, such as block transactions and specialized marketplaces where only a subset of participants can gain access (e.g. institutional investors only or dealers only). New trading technologies are being established to enable dealers and non-dealers alike to trade directly on a marketplace.

Marketplaces can now compete by trying to improve upon existing trading alternatives by differentiating on price, cost of execution, liquidity and speed of execution, among others.[7] Regulators have acknowledged this through their reconsideration of issues around best execution to take into account factors other than price.[8]

3. Decimalization. Decimal pricing was introduced in the U.S. in 2001. Although Canada introduced decimalization prior to this date, it moved to penny increments in 2001. The U.S. GAO study on decimal pricing indicated that although the trading costs measured in terms of spreads decreased as a result of decimalization, trading strategies also adapted. Traders adapted by using smaller orders and increasing their use of ATSs because decimalization reduced the minimum tick and lowered the risk for other traders to trade ahead of the larger orders.[9] However, the decrease in the size of limit orders can lead to a less efficient market from the perspective that there is less displayed interest in a security in terms of size and depth of the market.

4. Increasing use of marketplaces with no pre-trade transparency and matching facilities. Uninformed traders value transparency.[10] There is evidence that institutional investors use ATSs when they are informed, and use the upstairs market when they are uninformed. This is supported by the evidence that institutional investors have been increasingly using marketplaces that do not have any pre-trade transparency, i.e., no orders or quotes are available. There are other reasons these facilities are gaining in popularity including concerns over information leakage and anonymity.

Some of these systems are crossing networks that provide opportunities for trading at a point between the bid and ask being shown on a transparent market. Others provide for sequential negotiations until there is a matching in interest. Going dark, i.e., removing information from the book, hampers the incorporation of information into prices. The reduction in transparency or migration of order flow away from the dominant transparent marketplace worsens overall price discovery.

5. More facilities for internalization. In addition, order management systems have increased the ability of the dealers and large institutional investors to consolidate and match their multiple sources of orders. Such orders are required to be printed on a marketplace, but they are matched within the dealer's or institutional investor's system without going into the book.

---

[7] Current academic literature shows that marketplaces compete on speed, depth, and anonymity as well as price (Conrad, Johnson and Wahal, "Institutional Trading and Alternative Trading Systems").

[8] See, for example, Concept Paper 23-402 *Best execution and soft dollar arrangements* published on February 4, 2005 by staff of the BCSC, ASC, MSC, AMF and the OSC. The purpose of the concept paper was to set out a number of issues related to best execution and soft dollar arrangements to obtain feedback. See Part III.B of this Notice for discussion of proposed changes.

[9] *Decimal pricing has contributed to lower trading costs and more challenging trading environment* (U.S. Government Accountability Office, May 2005).

[10] "Island Goes Dark; Transparency, Fragmentation and Regulation" (2005) 18 Review of Financial Studies 743-793 at 759.

In Canada, this trend toward identifying internal matches prior to entry onto a marketplace is the extension of existing marketplace technology that allows "in-house" priority at a given price level. For example, the TSX's trading engine seeks out and gives priority to matching trades of a dealer's clients before matching trades between clients of different dealers.

Internalization raises questions about the value of the information in the book and the price discovery process.

6. Removal of requirements for data consolidation and market integration. In 2001, the ATS Rules identified a number of regulatory objectives that include providing investor choice as to execution methodologies or types of marketplaces and improving price discovery and market integrity. The ATS Rules also set out requirements relating to data consolidation and market integration to minimize any negative impact of having multiple markets trading the same securities, and market regulation rules. Due to the uncertainty of how many and which new marketplaces would develop, the requirements relating to data consolidation and market integration were postponed and an industry committee was struck to specifically consider these issues. In 2003, the ATS Rules were amended to delete the concepts of a data consolidator and a market integrator, based on the recommendation of the industry committee that these concepts were not necessary as a result of best execution requirements for dealers and fair access requirements for marketplaces (which would make information available through information vendors). Although the data consolidation requirement was removed, the ATS Rules still required marketplaces to provide data on orders and trades to an information processor or information vendor. Notwithstanding current obligations, some industry members have expressed concern about the inability or difficulty of complying with best execution and other obligations without an official regulated feed that identifies where the best priced order(s) are located. Also, RS may be required to create its own consolidated feed for regulatory purposes.

B. Approaches in other jurisdictions

1. U.S. developments. There have been recent market structure developments in the United States. On April 6, 2005, the Securities and Exchange Commission (SEC) approved, in a 3-2 decision, Regulation (Reg) NMS which will significantly alter the trade-through rules in the United States.

Historically, trade-through rules were established in the U.S. on a marketplace-by-marketplace basis. Until recently, Nasdaq operated without trade-through rules. The New York Stock Exchange (NYSE) adopted a rule for NYSE-listed securities. Due to the fact that the NYSE was not electronic, the ATSs that traded NYSE securities complained that the trade-through rule put them at a significant disadvantage by requiring them to send orders to the NYSE to meet the trade-through obligations, which meant these orders could be held up for significant amounts of time, diminishing the ATSs' main value propositions of fast and certain execution.

Reg NMS requires trading centers[11] to establish, maintain, and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs, and, if relying on one of the exceptions, which are reasonably designed to assure compliance with the exception. To be protected, a quotation must be immediately and automatically accessible. Trade-through protection will apply to the best bid and offer from every type of participant on all of the marketplaces. One of the impacts of this order protection is increased linkages between market centers. Reg NMS includes a number of exceptions from "order protection" obligations, including for: opening or closing orders, crossed markets,

[11] "Trading Center" under Reg NMS "means a national securities exchange or national securities association that operates an SRO trading facility, an alternative trading system, an exchange market maker, an OTC market maker, or any other broker or dealer that executes orders internally by trading as principal or crossing orders as agent."

benchmark orders where the material terms are not known, intermarket sweep orders, delays in responses caused by systems problems, and flickering quotes.

On March 5, 2007, the Trading Phase of Reg NMS began, which required market centers to be capable of routing orders to other systems. The roll-out of Reg NMS will continue on July 9, 2007, when securities firms will be required to comply with the trade-through provisions of Reg NMS for 250 pilot stocks. All stocks will be introduced on August 20, 2007 with a completion date of October 8, 2007.

2. European developments. The European Union (EU) is preparing to implement the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) as part of its Financial Services Action Plan designed to create a single market in financial services for EU member states. MiFID focuses on best execution and will require all EU jurisdictions to adopt the same policy. For most EU member states, price is not the only consideration in determining best execution.

In the United Kingdom, the Financial Services Authority does not have a trade-through rule, whereas the London Stock Exchange does.[12]

C. Current preferred market structure

Through our consultations and review of recent studies, we have noted that most market participants believe that the ideal or preferred equity market structure is to have integrated marketplaces. Although this does not mean that there would be mandatory linkages between marketplaces, the theory is that, to reduce the negative impact of multiple marketplaces trading the same securities, there should be access to information and orders. The reasons or values in determining the preferred market structure ("objectives") reflect the following: price discovery, liquidity, competition, innovation, market integrity and fairness.

Most market structure specialists think that lack of transparency and integration are the main reasons for imperfect competition among securities markets and that regulatory changes that increase competition and facilitate integration improve market quality.[13]

We think that there continues to be value in a market structure that promotes the interaction of orders, creates incentives to place transparent limit orders and allows participants to identify and execute against the best available limit orders. Market participants and commentators have described the ideal structure as one that brings together all types of participants in a transparent and efficient manner. Access by different types of marketplace participants requires that the rules are appropriately applied to all participants to promote fairness. The objectives set out above are still relevant. Some reduction in transparency and competition among marketplaces based on factors other than prices does not, in our view, undermine the value of the integrated marketplaces.

III. PROPOSED REGULATORY RESPONSES

As new marketplaces have now emerged trading the same securities, we are considering whether regulatory responses are necessary to continue to meet the objectives set out above (i.e., price discovery, liquidity, competition, innovation, market integrity and fairness). In order to do that, we have focused on trade-through protection, best execution and access.

Within the multiple marketplace environment, we have identified differences in the way the current rules apply to marketplace participants. For example, the existing UMIR trade-through rule (called the

---

[12] London Stock Exchange Rules 4425 and 4426 for SETSmm securities, Rules 5520 and 5521 for SEAQ securities and Rules 6000 and 6225 for SEATS Plus securities.

[13] "Island Goes Dark; Transparency, Fragmentation and Regulation" (2005) 18 Review of Financial Studies 743-793.

"best price" requirement) only applies to dealers. With new marketplaces offering direct access to non-dealer subscribers, not all participants are currently subject to a trade-through rule.

With respect to best execution, there have been innovations and developments in how marketplaces compete. Specifically, marketplaces now compete on factors other than price and as a result, requirements need to be updated to reflect the current environment. In addition, as noted above, direct access to marketplaces has expanded beyond dealers. This results in non-dealer participants being subject to different regimes depending on how they are accessing a marketplace.

Part A below discusses a proposal for trade-through protection (in the boxed portion), the background, the key aspects of the proposal and the alternatives considered. We are not, however, publishing draft regulations or proposed rules at this time on trade-through. Part B discusses best execution including a description of the draft amendments to the ATS Rules, the background and the key aspects of the amendments, and consequential UMIR amendments. Part C discusses access requirements for non-dealers including a description of the draft amendments to the ATS Rules, the background and the key aspects of the amendments, as well as consequential amendments to the UMIRs. Part D discusses other draft amendments to the ATS Rules.

A. Trade-through Protection

At this time, we are only publishing a proposal on trade-through to set out the direction currently being considered, though the issue is not yet settled. As reflected in the comments filed in response to the discussion paper, there are different views and, before publishing specific draft regulations or proposed rules, we would like to solicit feedback about the direction of the proposal.

Description of trade-through proposal

General Proposal

- Require each marketplace to establish, maintain and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs (this is similar to the general rule set out in Reg NMS)
- Marketplaces would be required to regularly review the effectiveness of the policies and procedures and take prompt action to remedy deficiencies

Application

- Trade-through protection would apply to a "protected order", when purchasing or selling an "exchange-traded security" [14] (other than derivatives)
- We would consider a "protected order" to be a limit order (other than an "excluded order") that is displayed and can be "immediately and automatically" executed against
- An "excluded order" would be defined as an order that is subject to a term or condition, where the

[14] "Exchange-traded security" is defined in the ATS Rules as a security that is listed on a recognized exchange or quoted on a recognized quotation and trade reporting system or is listed on an exchange or quoted on a quotation and trade reporting system that is recognized for the purpose of the ATS Rules.

price cannot be determined at the time of order entry or where the price is determined by reference to prices achieved in one or more derivatives transactions (these would be similar to the current exemptions in UMIR)

Exceptions – when the trade-through obligation would not apply

- The order was displayed by a marketplace that was experiencing a systems issue (a "failure, material delay or malfunction of its systems or equipment")
- The order was identified as an "intermarket sweep order" (a new type of order that would facilitate compliance with these new obligations – see below)
- A flickering quote led to the trade-through

1. Background

On July 22, 2005, the CSA published Discussion Paper 23-403 *Market Structure Developments and Trade-through Obligations* (discussion paper).[15] The purpose of the discussion paper was to discuss evolving market developments and the consequential implications for our market, in particular the obligation to avoid trade-throughs (trade-through obligation).

The current rules relating to trade-through protection are in the UMIR administered by RS.[16] In particular, the trade-through obligation is referenced as part of the best price obligation under UMIR. Until recently, no issues arose under the rules because

- there had not been multiple marketplaces trading the same securities in Canada[17],
- the technology systems of existing marketplaces enforced the best price obligation, and
- only dealers had direct access to the existing marketplaces.

With the establishment of new ATSs, the existence of multiple marketplaces trading the same security has refocused attention on the current rules relating to trade-through protection.

RS has been monitoring trading on the marketplaces that it regulates for trade-throughs. At this time, we have insufficient data and experience with trading on multiple marketplaces to come to any conclusions. RS will continue to monitor trading as new marketplaces emerge.

The discussion paper asked a number of questions to get feedback on what values and rules were important to market participants in the Canadian market. Because of the importance of the issues relating to the trade-through obligation and their potential impact on the Canadian capital markets, the CSA held a

[15] See the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 2, no 29, 2005-07-22 for background.

[16] See UMIR Rule 5.2.

[17] See footnote 5.

public forum on October 14, 2005 to permit all interested parties to participate in discussions relating to trade-through protection.[18]

The CSA received 29 comment letters from marketplaces, dealers, and large, buy-side clients and received feedback on a number of issues identified in the discussion paper where there was often no clear majority opinion and the views on either side of a given issue were approximately split. However, the majority of commenters stated that they believed that all visible orders at a better price should trade before inferior-priced orders; it is this value that serves as the policy basis for a trade-through rule.

Many market participants believe that trade-through obligations are key in maintaining investor confidence and fairness in our markets. It can be argued that trade-through obligations create an incentive for investors to place limit orders on a marketplace as they have confidence that if their order is at the best price, it will be protected and filled before orders at inferior prices. This fosters confidence and encourages more liquidity in the market as well as a more efficient price discovery process.

2. Key aspects

Based on the analysis above, we considered a framework to protect all visible, better-priced, immediately accessible limit orders across all marketplaces. Set out below is a summary of the key aspects upon which the proposal is premised.

(a) *An obligation to avoid trade-throughs is part of a duty owed by all market participants to the market in general*

The vast majority of commenters believe that a trade-through obligation is a duty owed by all marketplace participants to the capital markets (and is not based on fiduciary duty). The value in having a rule that provides protection for visible limit orders across marketplaces is that it can promote transparency and perceptions of fairness. The trade-through proposal would in its effect extend to all marketplace participants (dealers and non-dealer participants). This approach is intended to promote price discovery, integration and fairness where there are different types of marketplaces and access.

(b) *I marketplaces would be required to establish, maintain and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trades at prices that are inferior to the price of a visible order on any marketplace*[19]

With respect to where the obligation should be placed (i.e., marketplace or marketplace participant), the commenters to the discussion paper were approximately split between those who believed that the marketplace should be responsible for ensuring that trade-throughs do not occur and those who believed the individual participants should have the responsibility.

We are proposing that a general obligation be placed on marketplaces to establish, maintain and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs within and across marketplaces. This would allow the industry to determine how best to implement the necessary changes. The purpose would be to promote price discovery, competition and fairness.

---

[18] The transcript of the trade-through forum is published on the OSC website at: http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part2/rule_20051014_23-403_trade-through-forum.pdf.

[19] The term “marketplace” refers to a Canadian marketplace (either an exchange, quotation and trade reporting system or ATS).

Placing this obligation on marketplaces would require effective monitoring and enforcement of a marketplace's policies and procedures and how they are implemented. At this time, it is contemplated that the CSA would be responsible for performing oversight and enforcing an exchange's compliance with the general obligation (based on the lead regulator model) and RS would be responsible for enforcing an ATS' compliance with this obligation. Depending on how a marketplace complies with its obligations, there may also be a need for oversight of dealers and non-dealers in accordance with the access provisions set out in Regulation 23-101. In order to ensure consistent requirements and oversight, RS will be implementing amendments that parallel the CSA requirements.

It is important to note that placing the obligation on a marketplace to establish, maintain and enforce written policies that are reasonably designed to prevent trade-throughs does not mean that marketplaces would be required to establish linkages with other marketplaces. Many of the comments received assumed that placing the obligation on the marketplaces would mean mandatory linkages.

We think that there are alternative ways a marketplace could choose to implement its policies and procedures obligation without requiring mandatory linkages. Some examples include:

- Preventing orders from being entered into the marketplace when they are not at the best available prices.

- Preventing orders from being executed if not at the best price.

- Providing price improvement so that the transaction is executed at the same or a better price to that available on another marketplace.

- Requiring participants to take certain specified actions or to more generally confirm their own policies and procedures.

- Allowing the entry of "intermarket sweep orders" (as defined below).

- Establishing voluntary linkages (direct or indirect through an entity that has access to other marketplaces) to the other marketplaces to route orders to the best available visible limit orders.

Although the obligation to establish, maintain and enforce written policies to prevent trade-throughs would rest with the individual marketplaces, the decision about how to implement the requirement would be a choice and an opportunity for marketplaces to differentiate themselves and their services. The policies adopted by an individual marketplace may differ; however, the end result is intended to be the same for all marketplaces - the minimization of trade-throughs.

We would like to specifically request comment on the need to also impose an obligation on marketplace participants regarding execution of an order on a foreign marketplace. If the trade-through obligation is imposed at the marketplace level, the requirements of any marketplace would not be effective in preventing a market participant from trading through better-priced orders on a Canadian marketplace by directing its trading activity to markets outside Canada. The protection of better-priced orders on a Canadian marketplace may be necessary given the significance of securities listed on a Canadian exchange that are also inter-listed or traded on an organized regulated market outside of Canada. Trading in such securities represents a much larger percentage of trading on Canadian marketplaces than it does on U.S. markets like the NYSE. The fact that the Reg NMS order protection rule does not address trading on foreign markets in this way might be explained by the much lower significance of foreign trading of U.S.-listed securities for U.S. markets. Furthermore, as noted above, the price discovery function can be argued to be more important on Canadian marketplaces because they are comparatively less deep and liquid than U.S. markets.

The provision for a supplementary obligation on market participants would result in the regulatory burden being imposed at both levels (that is, marketplaces and market participants) in relation to trading

on foreign markets. We are therefore specifically requesting comment on the need to impose a supplementary obligation directly on market participants to require them to execute "better-priced" orders on a Canadian marketplace prior to or concurrent with the execution on a foreign market.

Question 1: In addition to imposing a general obligation on marketplaces to establish, maintain and enforce written policies and procedures to prevent trade-throughs, would it also be necessary to place an obligation on marketplace participants to address trade execution on a foreign market?

We recognize that a trade-through obligation will likely have a cost impact on some market participants. We will be preparing a cost-benefit analysis of the trade-through proposal and will be soliciting input from interested parties.

Question 2: What factors should we consider in developing our cost-benefit analysis for the trade-through proposal?

Question 3: Would you like to participate in the cost-benefit analysis by providing your input?

(c) *Trade-through protection would apply to any exchange-traded security (other than derivatives) that is a "protected order" (defined below)*

We propose that trade-through protection would focus on exchange-traded securities (other than derivatives). The majority of commenters thought the initial focus should not be on fixed income and derivatives trading because each has its own unique characteristics. While we propose to limit the scope of the trade-through obligation to exchange-traded securities, other than derivatives, depending on the outcome of implementation, we may also examine the possibility of establishing similar requirements in the fixed-income and derivatives markets at a later date.

We note that, subject to certain exceptions, the order-protection rule in Reg NMS applies during regular trading hours (which are defined as the time between 9:30 a.m. and 4:00 p.m. Eastern time, unless otherwise specified). We are considering defining regular trading hours in a regulatory context, which is relevant for purposes of regulating trade-through. We are specifically requesting comment on whether trade-through protection should be applied (subject to certain exceptions discussed below) only during "regular trading hours".

Question 4: Should trade-through protection apply only during "regular trading hours"? If so, what is the appropriate definition of "regular trading hours"?

(d) *Trade-through protection would apply to the visible portions of all automatically accessible better-priced orders ("protected orders") regardless of the marketplace on which they are entered*

The majority of commenters supported trade-through protection that would apply to all visible orders regardless of where they are in the book. In other words, the majority were supportive of a full depth-of-book obligation. As a result, the proposal applies to all protected orders that are visible. This differs from the model adopted in the United States through Reg NMS, which offers order protection to the top of the book of each automated market center whose orders qualify for order protection.

When and if there is an information processor, it is intended that it would provide full depth-of-book information for all visible orders that are equity securities. However, we are specifically requesting comment on whether we should consider limiting the consolidated feed to a certain number of levels, e.g., the top five, and concurrently limit trade-through obligations to that number of levels.

In addition, the proposal would only apply to "protected orders" as described above. We have included this to account for the different trading methodologies used by marketplaces to distinguish

between automated marketplaces and marketplaces that require some form of human intervention. The purpose of this distinction is to promote fairness and innovation.

Question 5: Should the consolidated feed (and, by extension, trade-through obligations) be limited to the top five levels? Would another number of levels (for example, top-of-book) be more appropriate for trade-through purposes? What is the impact of the absence of an information processor to provide centralized order and trade information?

(e) *Trade-through proposal would impose a limit on what a marketplace could charge to access a better-priced order*

We think that it is important to establish a maximum amount that a visible marketplace can charge for access to a quote. The purpose is to ensure that the best visible quote will be the best available price after factoring in such access fees, and would not lead to the converse – i.e. that it will appear to be the best price but the up front cost of accessing it will make it actually inferior.

It should be noted that this is only aimed at the marketplace fee to access a quote. Other costs of the transaction may be considered as part of best execution. Our intention in establishing a limitation on access fees is to help ensure that prices are comparable across marketplaces. This is meant to address the extent to which the price, once the order is accessed, could vary from the displayed price. We are specifically requesting comment on the fee limitation.

Question 6: Should there be a limit on the fees charged on a trade-by-trade basis to access an order on a marketplace for trade-through purposes?

(f) *Specialized Marketplaces*

The current ATS Rules impose fair access requirements on an ATS to not unreasonably prohibit, condition or limit access by a person or company to services offered by it. We have interpreted the fair access requirements to allow an ATS to set access criteria that limit access to a specific type of marketplace participant (for example, only institutional subscribers) as long as it is not contrary to the public interest. The result has been an increasing number of ATSs that limit access to a specific group ("specialized marketplaces"). This ability to limit access is constrained by the requirement that if an ATS reaches 20% of the average daily trading volume in a particular security they must notify the securities regulatory authority to discuss whether or not the ATS should be regulated as an exchange (which is subject to a higher degree of regulation). At that time, the CSA would also consider whether continuing to limit access was appropriate.

Recent amendments to UMIR specifically recognize that a dealer may not have a best price obligation to a better-priced order on every marketplace.[20] In order for a Participant (as defined in UMIR) to demonstrate that it had made "reasonable efforts" to execute a client order at the best price, RS expects the Participant will deal with "better-priced" orders that are visible on another marketplace if that marketplace:

- disseminates order data in real-time and electronically through one or more information vendors;
- permits dealers to have access to trading in the capacity as agent;
- provides fully-automated electronic order entry; and
- provides fully-automated order matching and trade execution.

[20] Reference should be made to Market Integrity Notice 2007-002 - Amendment Approval - Provisions Respecting Competitive Marketplaces (February 26, 2007).

Question 7: Should the CSA establish a threshold that would require an ATS to permit access to all groups of marketplace participants? If so, what is the appropriate threshold?

Assuming that the trade-through obligation is an obligation owed to the market in general, for purposes of the trade-through rule, all specialized marketplaces with immediately accessible, visible limit orders should not discriminate against non-members. This could require them to allow order execution on behalf of non-members who need access to better-priced quotes. Alternatively, access could be provided through a member (or subscriber). The member (or subscriber) would, in turn, charge a fee to the non-member for providing this service. In other words, a marketplace must not prohibit access to non-members who access the quote through a member (or subscriber) in an attempt to satisfy the trade-through obligation. It is important to note that any separate "order execution" access would be granted for the purposes of satisfying the trade-through obligation and is distinguished from the broader access/membership, which may include the ability to display limit orders and orders with different markers.

Question 8: Should it be a requirement that specialized marketplaces not prohibit access to non-members so they can access, through a member (or subscriber), immediately accessible, visible limit orders to satisfy the trade-through obligation?

- ***Should an ATS be required to provide direct order execution access if no subscriber will provide this service?***

- ***Is this solution practical?***

- ***Should there be a certain percentage threshold for specialized marketplaces below which a trade-through obligation would not apply to orders and/or trades on that marketplace?***

(g) *A trade-through obligation does not eliminate or lessen a participant's best execution requirements*

With the trade-through proposal, all trading in exchange-traded securities other than derivatives would be subject to the requirements, described above. This would not eliminate a marketplace participant's best execution obligations. The proposal would require an order to be executed at the best available price, but the dealer or adviser with the best execution obligation would be required to understand the characteristics and quality of the available marketplaces in making the determination when, where and how to route orders. For a more detailed discussion on best execution see below.

(h) *Exceptions*

As previously mentioned, the overall purpose of trade-through protection is to promote a fair marketplace where the visible portions of better-priced limit orders trade ahead of inferior-priced orders. It is important to acknowledge, however, that the issues relating to preventing all trade-throughs in a multiple marketplace setting are very complex. They are further complicated by the speed at which order routing and execution occurs. We think that because competing marketplaces offer different speeds and certainty of execution, offering price protection across marketplaces is a challenging task.

Set out below is a discussion of possible exceptions. The purpose of the exceptions is to promote fairness, innovation and competition. Exceptions from the general obligation should be justified on policy grounds and should not present an opportunity for regulatory arbitrage between marketplaces. For example, participants should not have an incentive to route orders to a particular marketplace to avoid regulatory requirements applicable to others.

We have separated the discussion of exceptions into the following categories: existing exceptions under UMIR, exceptions to facilitate proposed requirements in a multiple marketplace environment and additional exceptions that attempt to balance potentially conflicting needs of participants.

i. Existing Exceptions

Currently, under UMIR, a participant has an obligation to make reasonable efforts to execute against better-priced orders, but would not be required to do so in certain circumstances. The majority of commenters were supportive of maintaining the current exceptions in UMIR, including for special terms orders. In general, there are three broad categories of orders that are excluded from the obligation:

- Where the price of the trade is not known at the time of the entry or the execution of the order (e.g., call market orders, market-on-close orders, opening orders and volume-weighted average price orders);

- Where the price is determined by reference to prices achieved in one or more derivatives transactions (e.g., basis orders); and

- Where certain conditions are attached to the execution (e.g., special terms orders).

We are generally supportive of these broad categories of exemptions. However, currently under UMIR, the exemption for a special terms order does not apply in certain circumstances. There is a concern that a broad exemption for all special terms orders could be open to abuse if the addition of a condition could avoid all trade-through obligations.

Question 9: Are there any types of special terms orders that should not be exempt from trade-through obligations?

ii. Exceptions to facilitate proposed requirements

Systems Issues

From time to time a marketplace may experience technical difficulties. We think it is necessary to provide an exception from the obligation to access protected orders when a marketplace is experiencing any of the following: a technical failure, a malfunction or a material delay. This exception is intended to provide marketplaces with flexibility when dealing with another marketplace that is experiencing technological systems problems (either of a temporary nature or a longer-term systems issue). It supports fairness to participants by clarifying when a marketplace is not considered to be operating properly.

Flickering Quotes

As previously discussed, the speed at which trades occur and the difficulties with ensuring trade-through protection across marketplaces create a situation where it is almost impossible to stop every occurrence of trade-throughs. The increase of algorithmic and black box trading, which generate multiple short-term orders (sometimes generated and cancelled within seconds) for every trade executed, have increased the number of times a better-priced order may be displayed. Given the speed with which these quotes change, there may be technical occurrences of trade-throughs, even though all reasonable precautions were taken and there was a legitimate attempt to execute a trade at the best available price.

We are considering an exception to acknowledge that a trade may occur that has the appearance of a trade-through but was the result of a flickering quote. In other words, it was the best available price at the time of order entry, however, due to rapidly moving quotations, it was not the best available price at order execution.

***Question 10: Are there current technology tools that would allow monitoring and enforcement of a flickering quote exception*?**

Question 11: Should the exception only apply for a specified period of time (for example, one second)? If so, what is the appropriate period of time?

Intermarket Sweep Order

An intermarket sweep order is an order that indicates that the entity responsible for generating the order (participant or marketplace) has performed a check as to the location of the best available visible, better-priced orders and is attempting to execute against these orders. A marketplace that receives a "intermarket sweep order" has no further obligation to ensure that there is no better available price. This exception may also facilitate the immediate execution of large block orders. For example, if a market participant would like to execute an order that would trade through one or more better-priced orders on other marketplaces, the market participant will be able to do so if it simultaneously routes one or more intermarket sweep orders to execute against the full displayed size of each better-priced order. This is intended to simplify compliance with the trade-through obligation.

iii. Additional exceptions

After-hours Trading Session

Although we are requesting comment on whether trade-through protection should apply during "regular trading hours", marketplaces may set different hours of operation. Some marketplaces provide an after-hours trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours. This is important for market participants, such as mutual funds, who are required to benchmark to a certain closing price. We are considering an exception from the trade-through obligation for trades in such a facility.[21] The exception would allow trades to occur in an after-hours trading session at a specific marketplace's closing price without having to execute against better-priced orders on other marketplaces. This promotes fairness to those who must achieve a certain price. RS has amended UMIR to provide for a "Closing Price Order" to facilitate trading after regular trading hours on any marketplace at the closing sale price of a particular security on that marketplace.[22]

Question 12: Should this exception only be applicable for trades that must occur at a specific marketplace's closing price? Are there any issues of fairness if there is no reciprocal treatment for orders on another marketplace exempting them from having to execute at the closing price in a special facility if that price is better?

Last sale price order facility exception

In addition, we are considering an exception from trade-through requirements for the two original parties of a trade on a visible block trading facility for any residual trading that may occur within a specified timeframe as long as the original trade was at the best available price and of a minimum order size. The rationale for permitting the last sale price order facility is to help facilitate the execution of any volume remaining after the execution of a large block trade (which has been executed at the best price). Several marketplaces have indicated they would like to offer a facility that would allow their participants to trade residual volume of orders without a resulting trade-through obligation. They argue that the original trade was subject to the trade-through rule, and that opportunistic traders may take advantage of the information and attempt to profit from it. The last sale order price facility exception would allow the original parties to the block trade to complete any remaining volume of their trade without any resulting trade being subject to the trade-through obligation for a limited amount of time. After this time, all new trades would be subject to the trade-through obligation.

---

21 UMIR amendments in force as of March 9, 2007 include an exemption from the best price obligation for closing price orders. See reference in note 20.

22 Ibid, note 20.

Question 13: Should a last sale price order facility exception be limited to any residual volume of a trade or should it apply for any amount between the two original parties to a trade? What is the appropriate time limit?

Other Exceptions

There may be other types or characteristics of orders that should appropriately be subject to an exception from the trade-through obligation.

Question 14: Should trade-throughs be allowed in any other circumstances? For example, are there specific types or characteristics of orders that should be subject to an exemption from the trade-through obligation?

3. Consequential UMIR amendments

Current Requirements

Under Rule 5.2 of UMIR, a Participant has an obligation to make reasonable efforts to fill better-priced orders on a marketplace before executing a trade at an inferior price on another marketplace or a foreign market. In Policy 5.2, RS indicated that it would consider whether the Participant is a member, user or subscriber of the marketplace with the best price when determining whether a Participant has made "reasonable efforts" to obtain the best price on the execution of the client order. The "best price" obligation under Rule 5.2 and Policy 5.2 applies to trading undertaken by a Participant as principal or as agent for a client. Access Persons trading on a marketplace are not subject to the "best price" obligation.

Proposed Amendments

Prior to the issuance by the CSA of Discussion Paper 23-403 – *Developments in Market Structure and Trade-Through Obligations*, RS published Market Integrity Notice 2005-016 – *Request for Comments – Interim Provisions Respecting Trade-Through Obligations* (May 12, 2005). RS had proposed certain interim amendments to UMIR pending the completion of the study arising out of the Discussion Paper. RS has not pursued the approval of these amendments and RS would intend to withdraw those proposed amendments upon implementation by the CSA of a trade-through obligation in the ATS Rules. RS will propose to make consequential amendments to UMIR to conform with the requirements on the trade-through obligation proposed by the CSA following consideration of comments received as a result of this joint notice. Any consequential amendments proposed by RS will be issued in a Market Integrity Notice and open for comment during the same period as any amendments regarding trade-through proposed by the CSA for the ATS Rules.

4. Alternatives Considered

Set out below is a brief summary of alternatives considered and reasons for not proposing to adopt these alternatives.

(a) *Maintain status quo and introduce order execution reporting obligations*

One alternative would be to maintain the status quo with respect to trade-through. The current rules place the obligation not to trade-through better-priced orders only on dealers. Non-dealer participants have no obligation to trade at the best available price. This option would impose a reporting obligation on dealers to provide details as to where they are routing and executing orders and require each marketplace to provide information about the trading occurring on that marketplace. The reports would be made publicly available and all marketplace participants could use the information to help inform routing decisions. This would also be a tool to assist dealers and advisers in achieving best execution.

Our main concern with this alternative is that the current rules place different requirements on dealer and non-dealer participants of a marketplace. In addition, the current trade through requirements are tied to best execution rules in the UMIR. While trade-through obligations and best execution are related, we think they are two separate obligations. We also think that placing a general obligation on marketplaces to establish, maintain and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs is more flexible to allow industry to determine how best to implement changes.

Further, while the reporting obligations on marketplaces and dealers could provide useful information about order routing and execution, it would still be the case that different requirements would apply to dealer and non-dealer participants of a marketplace.

(b) *Exclusion for highly liquid securities*

Another alternative considered was to exempt highly liquid securities or securities with minimal spreads while imposing a trade-through requirement on less liquid securities. The rationale behind this approach is that limit orders are more likely used by retail clients in smaller, less liquid stocks and trade-through protection is needed to encourage participants to continue to use limit orders. If participants placing limit orders in an illiquid stock continually see their limit orders bypassed they may stop placing these types of orders.[23] For trading in highly liquid securities, it is generally assumed that the spread and arbitrage across marketplaces will keep the prices on different marketplace in a tight range and therefore a trade-through rule may not be needed.

This approach is not consistent with the view that the prevention of trade-throughs is a duty owed to the market. Another issue with this alternative would be defining what would be considered “highly liquid” and how this would be monitored in the event trading patterns changed. In addition, it may be difficult for participants to know whether a security is exempt.

(c) *Mandatory Linkages for marketplaces with greater than a certain percentage of trading*

Another alternative considered was to impose the obligation that, when a marketplace reaches a “critical mass” in trading (for example, 10% of market share in trading), it must integrate with other marketplaces that have achieved the critical mass. There would be no obligation to integrate with a marketplace that has not done so. Prior to a marketplace reaching this threshold, there would only be a trade-through obligation if a participant chose to access that marketplace.

---

[23] Kiem, Madhavan, “Transaction costs and investment style: An inter-exchange analysis of institutional equity trades”.

Although we considered this alternative, we had concerns that this would favour incumbent marketplaces. In addition, it is not consistent with the view that trade-through protection is an obligation to the markets as a whole. Further, this alternative would require mandatory market integration (at 10%) as opposed to a more flexible solution that allows marketplaces to decide how to implement trade-through protection.

B. Best Execution Requirements

Description of proposed best execution amendments

Definition

- "Best execution" is defined as trading at the "most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances"

General rule

- Requires dealers and advisers to obtain "best execution" (and expands reference beyond "best execution price")

Additional guidance

- Number of factors that may be considered in seeking "best execution" – extending beyond price to include speed, certainty of execution and overall cost of the transaction

1. Background

On February 4, 2005, staff of the British Columbia Securities Commission, the Alberta Securities Commission, the Manitoba Securities Commission, the Autorité des Marchés financiers and the Ontario Securities Commission published Concept Paper 23-402 *Best execution and soft dollar arrangements* (concept paper).[24] The purpose of the concept paper was to set out a number of issues related to best execution and soft dollar arrangements[25] to obtain feedback.

In the concept paper, the CSA reflected the commonly held view that there is no simple, purely objective definition of best execution. The CSA emphasized that it is difficult to define best execution because there are many factors that may be relevant in assessing what constitutes best execution in any particular circumstance. It had been equated with achieving the best price but has more recently been acknowledged as having broader considerations and that it requires greater focus on the process. The CSA suggested some key elements of best execution: 1) price; 2) speed of execution; 3) certainty of execution; and 4) total transaction cost. We also raised the issue of measurement as this is critical to any meaningful analysis of best execution.

Based on the feedback obtained through the consultation process[26], we are proposing changes to the current best execution requirements in Regulation 23-101, which reflect existing obligations in UMIR.

---

[24] Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 2, no 5, 2005-02-04.

[25] Amendments to current provisions relating to soft dollar arrangements are being dealt with in a separate proposal.

[26] Smmary of comments received published at the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 2, no 50, 2005-12-16.

The consequential amendments being made to UMIR by RS harmonize UMIR wording to the CSA rule and policy proposals.

2. Key aspects

We are proposing the following amendments to update and clarify the best execution provisions in Regulation 23-101[27]:

(a) *Definition of best execution and obligation to provide best execution*

To reflect the breadth of considerations for best execution, the CSA are proposing to amend the provisions to include factors other than price. Currently, there is no definition of "best execution". Instead, section 4.2 of Regulation 23-101 refers to "best execution price" when describing the obligation applicable to a dealer. In addition, requirements in UMIR begin with a general obligation and then focus more specifically on price. In response to questions raised in the concept paper, many commenters stated that the current best execution requirements are too narrow and that the focus of best execution should be on the process and not an absolute standard to be applied on a trade-by-trade basis.

In light of the comments received on the concept paper, the CSA are proposing the following definition of best execution: the most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances.[28] The Policy Statement clarifies that the application of the definition will vary depending on the specific circumstances, and also, on who is responsible for obtaining best execution.[29] In assessing the most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances, the key elements identified (i.e., price, speed of execution, certainty of execution and overall cost of the transaction) are relevant. These key elements encompass more specific considerations such as liquidity, market impact or opportunity costs.

Question 15: Are there other considerations that are relevant?

Question 16: How does the multiple marketplace environment and broadening the description of best execution impact small dealers?

(b) *Application of best execution to dealers*

The best execution obligation would require that a dealer use reasonable efforts to achieve best execution. Where a security trades on multiple marketplaces, it does not necessarily require dealers to maintain access to all marketplaces. To achieve best execution, a dealer should assess whether it is appropriate to consider all marketplaces, both within and outside of Canada, upon which a security is traded. The CSA also propose to clarify that "best execution" will vary depending on the particular circumstances and that a dealer should be able to demonstrate that it has a process and has relied on that process in seeking the desired outcome.[30]

(c) *Application of best execution to advisers*

Current securities law requirements provide that advisers have a general responsibility to act in the best interests of their clients. This has been codified in certain instruments, for example, OSC Rule

---

27 It should be noted that the proposals are in addition to any applicable common law requirements.

28 Draft amendments to Regulation 23-101, s. 1.1.

29 Draft amendments to Policy Statement 23-101, s. 1.1.1.

30 Draft amendments to Policy Statement 23-101, s. 4.1.

31-505 *Conditions of Registration* (section 2.1), which sets out the general requirement for advisers to deal fairly, honestly and in good faith with their clients. There are also some specific obligations set out in securities legislation (for example, fair allocation of trades among client accounts).

In updating the best execution requirements, the CSA have acknowledged their application to advisers.[31] The CSA recognize that an adviser's obligations (generally assessed on a portfolio basis) often differ from a dealer's obligations (generally related to specific trades). The CSA have also sought to ensure that these best execution obligations are not inconsistent with standards set by professional organizations (such as the CFA Institute). However, where an adviser chooses to retain control of all trading decisions, including via direct access, the obligations will be similar to a dealer's. Therefore, the CSA have clarified the application of the best execution obligation to an adviser.[32]

Question 17: Should the best execution obligation be the same for an adviser as a dealer where the adviser retains control over trading decisions or should the focus remain on the performance of the portfolio? Under what circumstances should the best execution obligation be different?

(d) *Reporting of order execution and market quality information*

In the concept paper, the CSA referred to SEC rules on disclosure of order routing and execution practices. One rule (Rule 605 under Reg NMS, formerly rule 11Ac1-5) requires market centers (defined to mean any exchange market maker, OTC market maker, alternative trading system, national securities exchange or national securities association) to make monthly, electronic disclosure of information concerning quality of execution. A second rule (Rule 606, formerly rule 11Ac1-6) requires brokers that route orders on behalf of customers to disclose on a quarterly basis the identity of the market centers to which they route a significant percentage of their orders. In addition, brokers are required to disclose the nature of their relationships with such market centers, including any internalization or payment for order flow arrangements that could represent a conflict of interest between the brokers and their customers. Brokers are also required to respond to the requests of customers interested in learning where their individual orders were routed for execution during the previous six months.

The CSA received mixed feedback. Some suggested that similar rules may be advantageous in Canada, but some raised questions regarding the value of the information received. As a result of the comments, the CSA have tailored the information to focus only on areas that we think would provide important information to assess quality of execution.

The CSA are of the view that transparency of certain information is important to provide tools for assessing and complying with the best execution obligation. Therefore, the proposal includes requirements both on a marketplace[33] and on a dealer[34]. With respect to a marketplace, the CSA are proposing that certain information be reported on a monthly basis, including: the number of orders, the number of trades executed and speed of execution. The CSA are of the view that this information would be relevant for a dealer or adviser to assess best execution based on marketplace quality (for example, speed and certainty of execution). This information could be used by technology providers for order routing purposes as well as for establishing compliance. The CSA think the reports would provide information for clients to use to question and understand the best execution practices of their intermediaries.

---

31 Draft amendments to Regulation 23-101, s. 4.2.

32 Draft amendments to Policy Statement 23-101, s. 4.1.

33 Draft amendments to Regulation 21-101, Part 14.1.

34 Draft amendments to Regulation 23-101, Part 11.1.

In addition, the CSA are proposing the following information be reported by dealers on a quarterly basis: percentage of orders executed at a location determined by the dealer; identity of marketplaces and percentage of orders routed to each marketplace; disclosure of any material arrangements with a marketplace.

For the CSA's cost-benefit analysis of these proposed reporting requirements, please see the document entitled "Cost Benefit Analysis – Proposed Amendments to National Instrument 21-101 *Marketplace Operation* and National Instrument 23-101 *Trading Rules*" (the CBA).

Question 18: Are there any other areas of cost or benefit not covered by the CBA?

The CSA specifically request comment on the proposed reporting for marketplaces and dealers.

Question 19: Please comment on whether the proposed reporting requirements for marketplaces and dealers would provide useful information. Is there other information that would be useful? Are there differences between the U.S. and Canadian markets that make this information less useful in Canada?

Question 20: Should trades executed on a foreign market or over-the-counter be included in the data reported by dealers?

Question 21: Should dealers report information about orders that are routed due to trade-through obligations?

Question 22: Should information reported by a marketplace include spread-based statistics?

Question 23: If securities are traded on only one marketplace, would the information included in the proposed reporting requirements be useful? Is it practical for the requirement to be triggered only once securities are also traded on other marketplaces? Would marketplaces always be in a position to know when this has occurred?

3. Consequential UMIR amendments

Current UMIR Requirements

Rule 5.1 of UMIR requires a Participant to diligently pursue the execution of each client order on the most advantageous terms for the client as expeditiously as practicable under prevailing market conditions.

Proposed UMIR Amendments

Concurrent with the publication of this joint notice, RS has issued Market Integrity Notice 2007-008 - *Request for Comments – Provisions Respecting Best Execution* (April 20, 2007), that proposes additional changes to the rules and policies under UMIR respecting "best execution" to parallel the proposed provisions of the ATS Rules and the policy statement with respect to "best execution" obligations of a dealer when handling a client order.

The provisions dealing with "best execution" proposed for Regulation 23-101 will apply to both dealers and advisers. The amendments to UMIR will adopt the language proposed for the "best execution" obligation for Regulation 23-101. However, the UMIR obligation will only be applicable to Participants and will not apply to an adviser even if the adviser is trading on a marketplace in the capacity of an "Access Person".

C. Direct Access Issues

Description of proposed direct access amendments

Who is a dealer-sponsored participant?

- A person or company that has dealer-sponsored access to a marketplace, and is an "Institutional Customer" as defined by IDA Policy No. 4 *Minimum Standards for Institutional Account Opening, Operation and Supervision*, as amended, and includes the representatives of the person or company

Compliance and monitoring requirements

- Requires exchanges to set requirements for dealer-sponsored participants and the dealers who provide such access and to monitor trading activities and enforce requirements either directly, or retain a regulation services provider to do so

- Requires a regulation services provider to set requirements for an ATS, its subscribers and the dealer-sponsored participants, and to monitor trading activities and enforce its requirements

- In addition to required agreements between the ATS and its subscribers and the exchange and its members, requires an agreement between each subscriber and the regulation services provider and each dealer-sponsored participant and the entity responsible for monitoring (either the exchange or regulation services provider)

- Imposes an obligation on dealers that provide dealer-sponsored access to maintain a list of dealer-sponsored participants and supervise trading

Training

- Trader Training Course examination (currently, a requirement for dealers trading on a marketplace) or another examination relating to an approved course or training

- Understanding of the applicable system requirements

1. Background

Currently, there is a different regulatory regime applicable to non-dealer "direct" participants (these are generally buy-side institutions but in the future could be retail) depending on how they are accessing a marketplace. The difference is between "direct" intermediated access (i.e., through or "sponsored by" a dealer) to an exchange or ATS, and direct access to an ATS (by a subscriber). In Canada, access sponsored by a dealer is often referred to as "DMA".

UMIR impose compliance obligations on dealers and subscribers of an ATS (included in the UMIR definition of "access person"). The obligations of a subscriber of an ATS under the current obligations are limited to a small subset of UMIR provisions including: the requirement to use open and fair practices; the prohibition on the use of manipulative or deceptive methods of trade; and the restrictions on short selling (as well as some order marking requirements).

If a non-dealer that is an "eligible client" has entered an order through an interconnect agreement with a dealer to trade on a marketplace (for example, using TSX Rule and Policy 2-501 access), that client would not be subject to any of the provisions of UMIR and would not be subject to disciplinary or enforcement action under UMIR. On the other hand, if that same non-dealer is a subscriber to an ATS and enters orders directly on the ATS, the limited subset of UMIR provisions set out above would apply.[35]

The distinction between trading as an eligible client and trading as a subscriber to an ATS leads to different regulatory treatment that does not reflect essentially equivalent trading activity:

- ATS subscribers are subject to RS's jurisdiction; eligible clients are subject to CSA jurisdiction. This division of jurisdiction between RS and CSA in relation to direct access trading may lead to different enforcement outcomes because a dealer who sponsors direct access trading is subject to RS's jurisdiction, while that dealer's eligible clients are subject to CSA jurisdiction. In addition, not all UMIR provisions are mirrored by provisions in the statutes, regulations and rules administered by the CSA (including those relating to improper orders and trades, short sales and order marking), meaning that such provisions apply to trading by ATS subscribers but do not apply to trading by eligible clients.

- Eligible clients trading through a dealer are currently subject to certain rules that do not apply to ATS subscribers, including the existing trade-through rule in UMIR (as these clients access a marketplace through a dealer who has these obligations).

- Dealers have monitoring and compliance responsibilities for trading by their eligible clients under Part 7 of UMIR; ATSs do not presently have the same responsibilities under UMIR for trading by their subscribers.

We are therefore including amendments to deal with the differing requirements that exist between a subscriber of an ATS and a client that enters an order electronically after having signed an agreement with a dealer for DMA.

[35] The UMIRs that would apply are Rule 2.1 Just and Equitable Principles, Rule 2.2 Manipulative and Deceptive Activities, Rule 3.1 Restrictions on Short Selling, and Rule 6.2 Designations and Identifiers.

2. Key aspects

In order to address the issue of differing requirements and ensure that participants that are not dealers are subject to the same rules whether they enter an order directly on an ATS (as a subscriber) or through DMA, we are proposing amendments dealing generally with access.

The CSA are proposing a new definition of "dealer-sponsored participant" which is a person or company whose "direct" access to a marketplace is through a dealer (this would only apply to institutional customers). The CSA think it is important to clarify the obligations for all parties: marketplaces, dealers (whether as members of an exchange or subscribers to an ATS), and dealer-sponsored participants, whether foreign or domestic.

Both the exchange and ATS are responsible for ensuring compliance with their rules or contractual requirements regarding who may be granted "dealer-sponsored access". As well, an exchange would be required to monitor and enforce requirements regarding the trading of dealer-sponsored participants and would have the choice of doing so directly or indirectly through a regulation services provider. The exchange would also be required to set requirements for its members to review and report activity of the dealer-sponsored participants who access the exchange through such members.[36] An ATS would be required to retain a regulation services provider for monitoring the trades on the ATS and the conduct of the subscribers and dealer-sponsored participants.[37] It is also important to clarify that an ATS does retain some compliance responsibility for its marketplace. This applies to situations where the ATS may be a better position than a regulation services provider to obtain information. For example:

- An ATS may have information about relationships between different subscriber accounts, which may be required to detect patterns of activity across subscriber accounts; and

- An ATS may have information about failed trades involving subscribers which is relevant for monitoring short sales.

The CSA acknowledge that an ATS may not be in a position to perform real-time compliance; however, we think that post-trade review may be appropriate, depending on the circumstances. The regulation services provider should identify (subject to public comment and regulatory approval), the responsibilities of the ATS for activities of subscribers and dealer-sponsored participants and for monitoring those activities.

As set out above, there are currently certain limited market integrity rules that apply to ATS subscribers. The CSA expect that these requirements will continue to apply to subscribers of an ATS and would be applied to dealer-sponsored participants, whether foreign or domestic, that have direct access to an ATS through a dealer subscriber or to an exchange through a member. An exchange or a regulation services provider would be able to impose additional requirements applicable to dealer-sponsored participants, subject to public comment and approval by the applicable securities regulatory authorities.[38]

The CSA are also proposing that there be certain training requirements applicable to dealer-sponsored participants (either the Trader Training Course examination, which is currently a requirement applicable to dealers trading exchange-traded securities (other than derivatives), or another examination

---

[36] Draft amendments to Regulation 23-101, s. 7.1.

[37] Draft amendments to Regulation 23-101, ss. 8.1 and 8.2.

[38] Draft amendments to Policy Statement 23-101, s. Part 7.

relating to a course or training that is acceptable to the applicable regulatory securities authority, exchange or regulation services provider).[39]

Question 24: Should DMA clients be subject to the same requirements as subscribers before being permitted access to a marketplace?

Question 25: Should the requirements regarding dealer-sponsored participants apply when the products traded are fixed income securities? Derivatives? Why or why not?

Question 26: Would your view about the jurisdiction of a regulation services provider (such as RS for ATS subscribers or an exchange for DMA clients) depend on whether it was limited to certain circumstances? For example, if for violations relating to manipulation and fraud, the securities commissions would be the applicable regulatory authorities for enforcement purposes?

Question 27: Could the proposed amendments lead dealer-sponsored participants to choose alternative ways to access the market such as using more traditional access (for example, by telephone), using foreign markets (for inter-listed securities) or creating multiple levels of DMA (for example, a DMA client providing access to other persons)?

Question 28: Should there be an exemption for foreign clients who are dealer-sponsored participants from the requirements to enter into an agreement with the exchange or regulations services provider? If so, why and under what circumstances?

Question 29: Please provide the advantages and disadvantages of a new category of member of an exchange that would have direct access to exchanges without the involvement of a dealer (assuming clearing and settlement could continue to be through a participant of the clearing agency).

3. Consequential UMIR amendments

Current UMIR Requirements

UMIR presently applies to and imposes obligations on persons who are either a “Participant” or an “Access Person”. Generally speaking, UMIR defines a “Participant” as a dealer that is a member of an exchange, user of a quotation and trade reporting system (QTRS) or subscriber to an ATS. Presently, UMIR defines an “Access Person” as a person, other than a Participant, who is a subscriber to an ATS or a user of a QTRS. Since an Access Person is not handling “client orders”, an Access Person is subject to a limited subset of UMIR provisions (as noted above, these are principally related to open and fair practices, manipulative or deceptive methods of trade, improper orders and trades and short selling together with general trading requirements such as provisions related to order marking and order entry). If a Participant has provided certain of its clients with DMA or “dealer-sponsored access” to the trading system of a particular marketplace, the Participant must supervise and monitor the trading activity by such clients as the Participant is technically responsible for any breaches of UMIR as a result of this trading activity.

[39] Draft amendments to Regulation 23-101, s.s 7.6 and 8.4.

Proposed UMIR Amendments

Concurrent with the publication of this joint notice, RS has issued Market Integrity Notice 2007-009 - *Request for Comments – Provisions Respecting Access to Marketplaces* (April 20, 2007) that proposes amendments to the rules and policies under UMIR as a consequence of the draft amendments to Regulation 23-101 respecting "dealer-sponsored access" to a marketplace and the obligations of ATSs to monitor trading by subscribers and persons with "dealer-sponsored access". In particular, amendments to UMIR are being proposed to:

- provide a definition of "Dealer-Sponsored Access";
- establish requirements for a Participant to provide information to RS with respect to each person granted Dealer-Sponsored Access;
- extend the definition of:
    - "Access Person" to include any person (other than a dealer) to whom a Participant has granted Dealer-Sponsored Access, and
    - "Participant" to include a dealer to whom Dealer-Sponsored Access has been granted;
- require each Access Person to enter into an agreement with RS as a precondition to obtaining access to a marketplace;
- require each person entitled to enter orders on behalf of an Access Person on a marketplace to have met certain minimum proficiency standards respecting UMIR and other regulatory requirements governing the trading of securities on marketplaces; and
- establish certain trading supervision obligations for an ATS in respect of orders entered by a subscriber that is not a dealer.

D. Other Amendments

Other amendments that we have proposed to the ATS Rules and policy statements are summarized below:

1. Regulation 21-101

- drafting clarification regarding the definition of "foreign exchange-traded security"[40]
- amendments that include "representatives" in the definitions of "member", "user" and "subscriber"[41]
- drafting clarification regarding the record-keeping requirements for marketplaces (no change to the requirements in Part 11)[42]
- a requirement that a marketplace report material systems failures[43]

---

[40] Draft amendments to Regulation 21-101, s. 1.1.

[41] Draft amendments to Regulation 21-101, s. 1.1.

[42] Draft amendments to Regulation 21-101, s. 11.2.1.

- non-material housekeeping changes[44]

2. Regulation 23-101

- amendments that clarify that trading halts referred to are those imposed for a regulatory purpose45

- amendments to clarify that the jurisdiction of a regulation services provider extends to ATSs that cease to carry on business, and their former subscribers and dealer-sponsored participants with respect to conduct that occurred while the ATS, its subscribers or dealer-sponsored participants were subject to the requirements of the regulation services provider46

- drafting clarification for the record-keeping requirements for dealers and inter-dealer bond brokers (no change to the requirements implemented in December, 2006)[47]

IV. AUTHORITY FOR THE DRAFT AMENDMENTS

In those jurisdictions in which the draft amendments to the ATS Rules are to be adopted as a rule or regulation, the securities legislation in each of those jurisdictions provides the securities regulatory authority with rule-making or regulation-making authority in respect of the subject matter of the draft amendments to the ATS Rules.

V. COMMENTS AND QUESTIONS

We invite all interested parties to make written submissions with respect to the concepts described in this Joint Notice and amendments to the ATS Rules. Submissions received by July 19, 2007 will be considered.

You should send submissions to all of the CSA and to Market Regulation Services Inc.

---

43 Draft amendments to Regulation 21-101, s. 12.2.

44 Draft amendments to Regulation 21-101, s. 1.1, Parts 7 and 8, s. 11.1 and s. 11.2.

45 Draft amendments to Regulation 23-101, s. 5.1.

46 Draft amendments to Regulation 23-101, s. 8.1(3).

47 Draft amendments to Regulation 23-101, section 11.2.1.

Submissions to the CSA should be addressed in care of the OSC, in duplicate, as indicated below:

Alberta Securities Commission
British Columbia Securities Commission
Manitoba Securities Commission
New Brunswick Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Registrar of Securities, Department of Justice, Government of the Northwest Territories
Nova Scotia Securities Commission
Registrar of Securities, Legal Registries Division, Department of Justice, Government of Nunavut Ontario Securities Commission
Prince Edward Island Securities Office
Saskatchewan Financial Services Commission
Registrar of Securities, Government of Yukon

c/o John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8
e-mail: jstevenson@osc.gov.on.ca

Submissions should also be addressed to the Autorité des marchés financiers (Québec) as follows:

Madame Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal, Québec H4Z 1G3
e-mail:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Submissions to Market Regulation Services Inc. should be addressed to:

James E. Twiss
Market Regulation Services Inc.
Suite 900
145 King Street West
Toronto, Ontario
M5H 1J8
e-mail: jim.twiss@rs.ca

A diskette containing the submissions should also be submitted. As securities legislation in certain provinces requires a summary of written comments received during the comment period be published, confidentiality of submissions cannot be maintained.

Questions may be referred to any of:

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0558, ext. 4358

Shaun Fluker
Alberta Securities Commission
403-297-3308

Tony Wong
British Columbia Securities Commission
604-899-6764

Doug Brown
Manitoba Securities Commission
204-945-0605

Susan Greenglass
Ontario Securities Commission
416-593-8140

Randee Pavalow
Ontario Securities Commission
416-593-8257

Cindy Petlock
Ontario Securities Commission
416-593-2351

Tracey Stern
Ontario Securities Commission
416-593-8167

James E. Twiss
Market Regulation Services Inc.
416-646-7277

APPENDIX A

Historical Market Structure Developments and Regulatory Responses

This section sets out the historical and current theories about how markets should be structured and the regulations that were introduced to promote the objectives that underlie those theories. As part of our analysis we have included changes in the U.S. that have influenced regulatory developments in Canada.

Each part in this section begins with an identification of:

- what was generally considered to be the ideal or preferred market structure (the "preferred market structure") which would achieve the desired values or objectives;
- the reasons or values determining the preferred market structure (the "objectives"); and
- any regulations that were implemented to support each objective ("how achieved").

We discuss the developments in market structure and regulatory responses as background to the changes being proposed. More specifically, the following sections will consider the evolution of market structure through changes brought about by industry and regulatory initiatives.

A. Historical perspective in Canada and the U.S., prior to 1970s

- Preferred market structure: single centralized marketplaces
- Objectives: price discovery and liquidity
- How achieved? via natural monopolies with restrictions in rules

Centralized exchanges for the trading of securities were seen as the most efficient type of marketplace. The reason was that bringing interested parties together both physically and temporally facilitated price discovery and liquidity (two important features of markets). These marketplaces were considered to be "natural monopolies" because the nature of listing and the limited access generally meant that trading in a security only took place at one venue. The fact that exchanges had listing rules and rules placing restrictions on where their participants could trade meant that trading remained centralized.

B. U.S. market developments - 1970s (National Market System)

- Preferred market structure: integrated marketplaces
- Objectives: price discovery, liquidity, competition and innovation
- How achieved? regulatory requirements including transparency and access; the creation of a National Market System (NMS) infrastructure for consolidation of market information and access between marketplaces (Consolidated Tape System, Consolidated Quotation System and Intermarket Trading System)

In early 1975, the U.S. Congress adopted the Securities Act Amendments (1975 Amendments) to deal with issues concerning the regional exchanges, significant growth in institutional trading and the impact of technology. The principal objective of the 1975 Amendments was to provide for "equally regulated, individual markets which are linked together to make their best price known and accessible."[48] The SEC believed that competition among marketplaces would allow greater investor choice and would encourage innovation. The NMS infrastructure ensured that all participants would have access to information regarding best bids and offers, that the national best bid and offer (NBBO) would be published, and all participants would have access to the NBBO for execution. The 1975 Amendments also provided the SEC with the authority to regulate and oversee information processors such as the Securities Industry Automation Corporation (SIAC). In addition, it required exchanges to remove rules which restricted their participants from trading on other marketplaces.

C. Development of ATSs and order handling rules

- Preferred market structure: integrated marketplaces
- Objectives: price discovery, liquidity, competition, innovation and market integrity
- How achieved? regulatory requirements regarding transparency (e.g. order handling rules), access with an additional focus on best execution but rejection of mandated consolidation and linkages in Canada

Developments of ATSs in the U.S. and market integrity issues on NASDAQ. From 1979 until the early 1990s, ATSs were developing in the U.S. and targeting institutional investors primarily for NASDAQ issues. In addition, there had been some studies and enforcement actions regarding the market makers on NASDAQ.[49] In 1996, the SEC announced new rules regarding the handling of retail orders in U.S. markets which required that dealers display all client limit orders better than the NBBO as part of their quote or through electronic communication networks (ECNs or ATSs). This requirement facilitated price discovery through greater transparency of orders. In 1998, the SEC published its final rules regarding the regulation of ATSs and set transparency and integration requirements for ATSs trading greater than 5% of the volume of an NMS security.

Instinet Hearings in Canada. The discussion of market structure issues began in Canada in 1989. They were first addressed by the OSC in the hearings on Instinet, an ATS, when the Commission decided Instinet should be admitted to TSE membership instead of allowing it to trade TSE securities outside of the TSE, and that the TSE should appoint a rule review committee to examine changes required to improve market quality and limit market fragmentation due to Instinet's inclusion. Instinet was restricted from installing terminals in Canada.

TSE Fragmentation Report and policy discussions. In January 1997, the TSE published a Report of the Special Committee on Fragmentation (Fragmentation Report). The Fragmentation Report concluded that consolidated markets provide the highest quality markets, but that it is not always possible to satisfy the needs of different participants with one market structure.

The public policy discussions considered the benefits and concerns brought about by having multiple marketplaces. The discussions also examined how new marketplaces provide competition and choice for investors regarding where to execute trades and how to execute them, while at the same time

---

[48] Securities and Exchange Commission Release No. 34-40760, "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems", p.8.

[49] Christie and Schultz, The Journal of Finance (1994).

the development of multiple marketplaces can cause fragmentation of the price discovery process and market surveillance.

The CSA considered the recommendations made in the Fragmentation Report, recognizing that regulators should continue to promote innovation and competition while establishing fair and equitable practices, when contemplating a solution to market structure issues. The issue was addressed in 1999, as part of the Proposals on Alternative Trading Systems.[50]

Exchange Restructuring. Also in 1999, the existing exchanges (TSE, ME, VSE and ASE[51]) entered into an agreement whereby each exchange would specialize and none would compete for a period of ten years. Specifically, the TSE became the senior equities exchange, the VSE and ASE merged to form CDNX for junior equities and the ME became the derivatives exchange.

2001 ATS Rules transparency, data consolidation and market integration requirements. As noted above, the purpose of the ATS Rules adopted in December, 2001, was to create a framework that permits competition between traditional exchanges and other marketplaces, while ensuring that trading is fair and efficient. This was to be achieved by:

- Providing investor choice as to execution methodologies or types of marketplaces;
- Improving price discovery;
- Decreasing execution costs; and
- Improving market integrity.

This was especially important given the restructuring of the exchanges and the result that there would be no interlisting of securities.

The ATS Rules imposed transparency, consolidation and integration requirements for orders and trades of exchange-traded securities and unlisted debt securities. In addition, the rules contained provisions on best execution, fair access, and prohibition against manipulation and fraud to strengthen market integrity across all marketplaces.

2003 Amendments – removal of consolidation and integration requirements. In 2003 the ATS Rules were amended to delete the concept of a data consolidator and market integrator for equity securities to promote a market-driven solution to consolidation in the equity markets. This was based on the theory that best execution would require market participants to generally trade at the best prices – whether directly or through another market participant – and that access to data, which was supported by the transparency requirements, would facilitate market-driven consolidation. At the time, there were no ATSs trading in Canadian-only listed securities and the CSA agreed with the views of an industry committee that we should wait and monitor developments in the marketplace before imposing the costs of creating a consolidator.

2005 Amendments – re-emergence of multiple marketplaces in Canada. With the first ATS trading Canadian listed securities, it was time to revisit the market structure issues and solutions.

---

[50] The original rules set out requirements for market integration as well as data transparency.

[51] The WSE did not participate in the agreement, but later became part of the entity formed by the merger of the VSE and ASE – CDNX.

Cost-benefit Analysis

Proposed Amendments to National Instrument 21-101 *Marketplace Operation* and National Instrument 23-101 *Trading Rules*

1) Introduction

The Canadian Securities Administrators (CSA) are proposing amendments to National Instrument 21-101 *Marketplace Operation* (NI 21-101) and National Instrument 23-101 *Trading Rules* (NI 23-101). The proposed amendments cover two areas:

a) Best execution

i) Acknowledging in the rule that advisers managing a client's portfolio have a best execution obligation to their clients. When acting for their client, advisers must make reasonable efforts to achieve best execution.

ii) Broadening best execution beyond "best execution price" in NI 23-101. Best execution would be defined as "the most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances".

iii) Dealers would be required to report order execution statistics and marketplaces would report market quality information. Additionally, dealers would be required to disclose any material aspects of a dealer's relationship with a particular marketplace.

b) Non-dealer market access

Currently non-dealer ATS subscribers are subject to a subset of Universal Market Integrity Rules (UMIR) provisions while direct market access (DMA)[52] clients are not subject to UMIR[53]. Non-dealer participants would be subject to UMIR provisions regardless of whether they are an ATS subscriber or a DMA client of an investment dealer. Additionally, it is proposed that DMA clients and ATS subscribers sign an agreement with the applicable regulation service provider to ensure compliance with the rules. To ensure that representatives of these market participants are knowledgeable about the rules, they would be required to first successfully complete an examination relating to an industry-approved training course (e.g. Canadian Securities Institute's Trader Training course).

This cost-benefit analysis (CBA) will focus on the proposed introduction of market quality and execution statistics as it would involve technology and infrastructure costs for investment dealers and marketplaces. The other changes in the proposed amendments would cause participants to

[52] "Direct market access" are clients with direct intermediated access (i.e., through or "sponsored by" a dealer) to an exchange or ATS. Subscribers have direct access to an ATS.

[53] The dealer must monitor and supervise the trading of their DMA accounts as they are still technically responsible for any UMIR breaches.

make changes to their policies and procedure but these are unlikely to involve significant costs and are likely to be predominantly one-time costs.

2) The Issue

The CSA are updating the requirements in NI 21-101 and NI 23-101 to reflect market structure developments. Although these National Instruments have allowed for a security to be traded on more than one marketplace, that situation has only recently become a reality. This leads to a number of issues:

(a Dealers are required to reasonably provide best execution. In the absence of marketplace statistics, dealers are missing an important tool for determining the most suitable marketplace for their client.

(b Investors may be constrained in their ability to monitor how trades are executed. A standardized set of execution statistics would allow investors to make comparisons and more informed investing decisions.

c) All marketplaces have an incentive to maintain or improve their market share. In the absence of standardized disclosure, marketplaces may make available the most favourable statistics and so comparisons between marketplaces may be difficult if not impossible. A standardized set of statistics will enable participants to compare the quality of individual marketplaces and make more informed order routing decisions.

In effect, there is an information asymmetry[54] issue; intermediaries are unable to comprehensively evaluate the service they receive from a marketplace and investors are limited in their ability to evaluate their intermediaries. As a result, regulation may be required to address the issue.

3) Outcome

The market quality and order execution statistics in the proposed amendments should help:

(a Foster a competitive environment for marketplaces;

(b Promote better informed trading and compliance with fiduciary obligations and rule requirements through order execution and marketplace quality statistics; and

(c Investors determine which dealer would best suit their needs given order routing dealer statistics.

4) Background

The December 2001 adoption of NI 21-101 and NI 23-101 established a framework for competition between traditional exchanges and other marketplaces while ensuring that trading is fair and efficient. Obtaining the best terms available is rarely an issue for investors when a

[54] Information asymmetry occurs when relevant information is known to some but not all market participants. This prevents markets from operating efficiently as some market participants are unable to make fully-informed decisions.

security trades on a single marketplace. That single marketplace structure guarantees best price, which for most retail investors is the best terms available.

In a multiple marketplace environment, providing clients with the most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances becomes more complicated. Dealers may also need to consider execution speed, price, overall transaction cost, and order fill certainty[55].

Evaluating best execution

In order for market participants to ensure they are achieving the most advantageous execution terms available, they need to be able to make informed choices about how well their dealer meets its best execution obligation and which marketplaces are used to execute their transactions. In a multiple marketplace environment, most retail investors are unlikely to have the sophistication or infrastructure available to determine whether their dealer is providing them with best execution. They are also unable to determine which dealer(s) suit their needs. To help investors make better decisions, dealers should provide investors with accessible data on their order routing decisions. The CSA propose that such information would include the percentage of orders that were directed to a marketplace without specific routing instructions, whether there are any material agreements between the dealer and marketplace, and the marketplaces available.

In order for a dealer to provide best execution to clients, it must have a process for analysing the marketplaces where a security trades and data upon which to base execution decisions. This information is more consistent and measurable if marketplaces provide standardized periodic and timely order execution quality statistics.

5) Alternatives

Given the above identified issues, we have identified three alternative policy responses: (a) implement the CSA's proposed order execution and market quality statistics; (b) proceed with no reporting requirements (status quo); or (c) implement proposed order execution and market quality statistics as specified in a) and also include marketplace spread statistics, as required in SEC Rule 605.

a. Implement the CSA's proposed order execution and market quality statistics

As proposed, marketplaces would be required to provide, on a monthly basis, market quality statistics which would include:

i) Liquidity measures (e.g. the number of orders that the marketplace received, cancelled, and executed)

ii) Trading statistics (e.g. the volume and value of all trades on marketplace, average trade size, and the number of trades of a given size)

iii) Speed and certainty of execution measures (e.g. the number of orders at the best bid price and best ask price of the marketplace executed within certain time ranges)

The information in i) to iii) would be categorized by security and, order type. For more detailed information on these statistics, refer to Part 14.1 of the proposed amendments to NI 21-101.

[55] As discussed in the introduction, the proposal would amend the "best execution price" since in today's environment, investors may demand speed, order execution certain, and transaction cost, in addition to price.

Dealers would be required to provide quarterly statistics on order routing. The proposed CSA reporting requirements for dealers are similar to the SEC rule. These include the percentage executed at a location determined by the dealer, the identity of marketplaces and the percentage of orders routed to each marketplace, and the disclosure of material arrangements with any marketplace. Also, upon request, a dealer would be required to disclose to its client the identity of the marketplace where the client's orders were routed for execution in the six months prior to the request, whether the dealer was specifically instructed to route to a particular marketplace for execution and the time of the transactions, if any, that resulted from such orders.

Costs

- Although marketplaces already maintain records of orders received and trades executed, they would realize incremental costs associated with manipulating the raw data into the required statistics. This would include software and systems costs associated with the manipulation and resources devoted to ensuring the integrity of the marketplace statistics. Alternatively, service providers may emerge to generate and report these statistics on behalf of a marketplace for a fee, as has occurred in the U.S.

- Dealers are already likely to keep track of the client orders, the associated routing instructions, and the details of how the order was routed and so there should be limited data acquisition costs. However, that information will have to be stored in a way that is accessible on-demand, and can be manipulated into aggregate reports or reports for an individual client. As a result dealers may incur costs associated with changing how this information is stored and implementing reporting tools.

- A new marketplace's ability to attract liquidity may be hampered by published marketplace statistics. The statistics may reinforce that new entrants often have a limited ability to attract liquidity.

- Dealers would also incur costs related to ensuring the integrity of published execution statistics. The publication of incorrect information could pose a risk to a firm's reputation.

- Misinterpreted order routing statistics may result in frivolous lawsuits; clients might claim their dealer is not meeting their best execution requirement[56]. This may be compounded by the fact that dealers cannot always execute trades exactly as the client would like.

Benefits

- Marketplace quality statistics provide guidance to dealers to help meet their best execution obligation[57].

- Increased information about marketplace quality enables traders to develop more advanced routing algorithms with the aim of decreasing trading costs for clients.

[56] See Morgan Stanley Dean Witter & Co's comment letter to SEC regarding the proposed disclosure of order-routing and execution practices rule. September 25, 2000. Source: http://www.sec.gov/rules/proposed/s71600/roger1.htm

[57] In a recent study of the US market, it was found that marketplace statistics influence a dealer's order routing decisions. The marketplaces that provided fast execution and lower execution costs received more order flow. This paper also provided anecdotal evidence of companies claiming to use the dealer statistics. Source: Boehmer, E., and Jennings, R, and Wei, L, "Public Disclosure and Private Decisions: Equity Market Execution Quality and Order Routing" (2006), Review of Financial Studies (forthcoming).

- The combination of dealer order routing information and marketplace quality statistics would allow investors to become more informed about execution options.

- A uniform set of marketplace quality statistics would enable participants to objectively compare marketplaces. Participants would be able to determine if a marketplace has a comparative advantage in a specific area (e.g. speed, order fill rates, etc) and this would encourage competition between marketplaces. The statistics could also help new marketplaces identify underserved segments of the market.

- Order routing decisions and client trade data might help investors determine whether their dealer is obtaining best execution[58]. Investors would also be in a better position to be able to compare the order routing practices of different dealers. Some investors may lack the knowledge to be able to interpret the order routing and marketplace quality statistics. However, other stakeholders may interpret and communicate the relevant facts to such individuals[59].

b. Proceed with no reporting requirements (status quo)

Under the status quo, the market would continue to develop and securities would trade on multiple marketplaces while there would be no order execution and market quality statistics requirements.

Costs

- As the number of marketplaces grows, investors and intermediaries would find it increasingly difficult to evaluate the different execution options.

- Without greater knowledge, investors would not be able to meaningfully measure the execution achieved by their dealer.

- Although some dealers and marketplaces may choose to report certain information there would be no requirement for standardized statistics. Market quality information is only beneficial if all marketplaces provide it and participants are able to make better informed decisions. Investors can only use order execution information to make informed decisions if it is available from all dealers and is comparable.

Benefits

- There would be no additional costs to dealers or marketplaces.

- There is little additional benefit for investors.

c. Implement proposed order execution and market quality statistics as specified in a) and also include marketplace spread statistics, as required in SEC Rule 605.

[58] Investors would also have to consider brokerage fees, service requirements, and other features which are not captured in these statistics.

[59] This was a criticism of the SEC's proposal but the SEC anticipated that this would not be an issue since "independent analysts, consultants, broker-dealers, the financial press, and market centers would analyze the information and produce summaries that respond to the needs of investors". Source: http://www.sec.gov/rules/final/34-43590.htm

The SEC's marketplace statistics also include measure of the average effective and average realized spreads which are reported on a monthly basis[60]. These spread statistics are intended to provide an estimate of how well a marketplace offers price improvement and liquidity, respectively, on a given security[61]. Since the CSA are soliciting feedback on whether these spread statistics should be included, this section examines the potential costs and benefits of these figures.

In order to calculate the average effective and realized spread, a marketplace would need to compare the transaction price with the best bid and offer across all marketplaces. Each individual marketplace could calculate the best bid and offer across all marketplaces or, if commercially viable, a single information processor may provide this service.

Alternatively, the effective and realized spread could be calculated using the individual marketplace's best quoted bid and ask. These statistics would be considerably less informative and some marketplaces would be unable to produce usable statistics because limited liquidity can mean that there is no two-sided market for a security.

Costs

- Costs associated with alternative (a) also apply to (c)
- Given the complexity of effective and realised spread statistics, marketplaces would likely incur higher costs than the current proposed amendments
- In order to calculate the spread, marketplaces would have to get data from an information processor (if available) or directly from other marketplaces. Some marketplaces may, as part of their business model, need access to the best bid and offer across all marketplaces.

Benefits

- The benefits of alternative (a) also apply to (c)
- If marketplace spread statistics are introduced, they can be used to conduct transaction cost analysis (difference between bid/ask spread on round-trip trade, etc).
- Although more costly to implement, marketplaces could offset some of the cost by selling transaction cost analysis tools back the marketplace participants
- Participants would be better able to assess the liquidity risk of a particular security.

---

[60] The US requires spread calculations for each security by order size (ranges) and order type.

The average effective spread measures the distance between the midpoint of the market at the time an order is entered and the execution price received. This value is then doubled to incorporate the whole bid/ask spread.

The average realized spread measures the execution price to the midpoint of the national best bid and ask 5 minutes after the order is entered.

[61] Aggregated marketplace statistics may be subject to selection bias for markets that specialize in smaller stocks, trade more volatile stocks, or trade difficult order flow (e.g. knowledgeable investors that trade large blocks). See Bessembinder H, "Selection Biases and Cross-Market Trading Cost Comparisons" (2003), Working Paper.

- The addition of marketplace spread statistics would further improve a dealer's ability to make trading decisions that would be most beneficial to their clients.

6) Conclusions

More informed industry participants would improve the efficiency and fairness of Canada's capital markets. On that basis, the introduction of order routing and market quality statistics is more desirable than continuing with the status quo.

On a qualitative basis there is reason to believe that the introduction of order execution and market quality statistics would be beneficial. At this stage there is very little available information about how these statistics may be used in the Canadian market and the likely cost of producing them. Without that data it is difficult to make assess the relative costs and benefits of options (a) and (c) above.

As such, the OSC will survey investment dealers, marketplaces, and other market participants to collect quantitative estimates of the cost and benefits or order execution and market quality statistics. We will begin surveying during the spring of 2007. The results of that survey will be published in a revised CBA.

7) Additional request for comments

Do you believe there are any other costs to implement best execution reporting that are not covered by this CBA?

If you wish to participate in CBA discussions on the best execution reporting requirements, please contact:

Michael Bordynuik
Economist
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
19th Floor, Box 55
Toronto, Ontario
M5H 3S8
Phone: (416) 593-8091
Fax: (416) 593-8218
e-mail: mbordynuik@osc.gov.on.ca

Paul Redman
Senior Economist
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
19th Floor, Box 55
Toronto, Ontario
M5H 3S8
Phone: (416) 593-2396
Fax: (416) 593-8218
e-mail: predman@osc.gov.on.ca

REGULATION TO AMEND REGULATION 21-101 RESPECTING MARKETPLACE OPERATION

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (32) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation is amended:

(1) by replacing the definition of "IDA" with the following:

""IDA" means the Investment Dealers Association of Canada, or its successor;";

(2) by adding the words ", and the person or company's representatives" at the end of the definition of "subscriber";

(3) in paragraph (b) of the definition of "recognized exchange", by adding the words "or authorized by the securities regulatory authority" after the words "as a self-regulatory organization";

(4) by replacing the definition of "member" with the following:

""member" means, for a recognized exchange, a person or company

(a) holding at least one seat on the exchange, or

(b) that has been granted direct trading access rights by the exchange and is subject to regulatory oversight by the exchange,

and the person or company's representatives;";

(5) by replacing the definition of "foreign exchange-traded security" with the following:

""foreign exchange-traded security" means a security that is listed on an exchange, or quoted on a quotation and trade reporting system, outside of Canada that is regulated by an ordinary member of the International Organization of Securities Commissions and is not listed on an exchange or quoted on a quotation and trade reporting system in Canada;";

(6) by adding the words ", and the person or company's representatives" at the end of the definition of "user".

2. Subsection 7.1(1) of the Regulation is amended by deleting the words “that meets the standards set by a regulation services provider”.

3. Section 7.2 of the Regulation is amended by deleting the words “that meets the standards set by a regulation services provider”.

4. Section 7.5 of the Regulation is amended by deleting the words “and timely” and adding the words “in real-time” after the words “consolidated feed”.

5. Subsections (1) and (3) to (5) of section 8.2 of the Regulation are amended by deleting the words “that meets the standards set by a regulation services provider, as required by the regulation services provider”.

6. Section 8.3 of the Regulation is amended by replacing the word “a” after the word “produce” with the words “an accurate”.

7. Section 8.5 of the Regulation is amended:

(1) in subsection (1), by replacing the word “report” with the word “file” and adding, in the English text, the word “the” after the words “criteria for”;

(2) in subsection (2), by replacing the word “report” with the word “file”.

8. The heading of Part 10 and section 10.1 of the Regulation are amended by replacing the words “transaction fees” with the words “trading fees” wherever they appear.

9. Section 11.1 of the Regulation is amended by adding the words “in electronic form” after the word “business”.

10. Section 11.2 of the Regulation is amended:

(1) in subsection (1):

(a) by replacing the words “In addition to the records required to be maintained under section 11.1, a marketplace shall keep the following information” with the words “As part of the records required to be maintained under section 11.1, a marketplace shall include the following information in electronic form”;

(b) in paragraph (b), by deleting the words “, in electronic form,”;

(2) by deleting subsections (2) and (3).

11. The Regulation is amended by adding the following section after section 11.2:

"**11.2.1 Transmission in Electronic Form**

A marketplace shall transmit

(a) to a regulation services provider, if it has entered into an agreement with a regulation services provider in accordance with Regulation 23-101 respecting Trading Rules, the information required by the regulation services provider, within ten business days, in electronic form; and

(b) to the securities regulatory authority the information required by the securities regulatory authority under securities legislation, within ten business days, in electronic form.".

12. Section 12.2 of the Regulation is amended by replacing the words "Paragraphs 12.1(b) and 12.1(c) do not apply" with the words "Paragraph 12.1(b) does not apply".

13. The Regulation is amended by adding the following Part after Part 14:

"**PART 14.1 REPORTING OF ORDER EXECUTION INFORMATION BY MARKETPLACES**

14.1.1 Reporting of order execution information by marketplaces

(1) A marketplace must make publicly available a monthly report, in electronic form, on the orders, not including any excluded orders as defined in Regulation 23-101 respecting Trading Rules, that it received for execution from any marketplace participant that were not immediately routed to another marketplace and shall include the following information in the report:

Liquidity Measures:

(a) the number of orders that the marketplace received;

(b) the number of orders that were cancelled;

(c) the number of orders that were executed on the marketplace;

(d) the average volume of all orders received on the marketplace;

Trading Statistics:

(e) the number of trades executed on the marketplace;

(f) the volume of all trades executed on the marketplace;

(g) the value of all trades executed on the marketplace;

(h) the arithmetic mean and median size of trades executed on the marketplace;

(i) the number of trades that were executed on the marketplace with a volume of:

(i) for securities other than options,

1. over 5,000 shares, and

2. over 10,000 shares, and

(ii) for options,

1. over 100 options contracts; and

2. over 250 options contracts;

Speed and Certainty of Execution Measures:

(j) the number of orders at the best bid price and best ask price of the marketplace executed

(i) from 0 to 9 seconds after the time of their receipt;

(ii) from 10 to 59 seconds after the time of their receipt;

(iii) from 60 seconds to 5 minutes after the time of their receipt;

(iv) over 5 minutes after the time of their receipt.

(2) The reporting required in paragraphs (1)(a) through (j) shall be categorized by security and by order type.".

14. This Regulation shall come into force on (*insert the date of coming into force of this Regulation*).

AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT TO *REGULATION 21-101 RESPECTING MARKETPLACE OPERATION*

PART 1 AMENDMENT

1.1 Amendment

(1) This amends Policy Statement to *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*.

(2) Section 1.2 is amended by striking out the last sentence and substituting "A security that is listed on a foreign exchange or quoted on a foreign quotation and trade reporting system, and is not listed or quoted on a domestic exchange or quotation and trade reporting system, falls within the definition of "foreign exchange-traded security".".

(3) Subsection 5.1(3) is amended by striking out the last sentence and substituting the following:

"For the purpose of sections 7.1, 7.3, 8.1 and 8.2 of the Regulation, the Canadian securities regulatory authorities do not consider special terms orders that are not immediately executable or that trade in special terms books, such as all-or-none, minimum fill or cash or delayed delivery, to be orders that must be provided to an information processor or, if there is no information processor, to an information vendor for consolidation.".

(4) Section 9.1 is amended by:

(a) repealing subsection (1) and substituting the following:

"9.1 Information Transparency Requirements for Exchange-Traded Securities - (1) Subsection 7.1(1) of the Regulation requires a marketplace that displays orders of exchange-traded securities to any person or company to provide information to an information processor or, if there is no information processor, to an information vendor. Section 7.2 requires the marketplace to provide information regarding trades of exchange-traded securities to an information processor or, if there is no information processor, an information vendor.";

(b) adding the following at the end of subsection (2):

"The Canadian securities regulatory authorities expect that information required to be provided to the information processor or information vendor under the Regulation will be provided in real time or as close to real time as possible."; and

(c) repealing subsections (3) and (4).

(5) Paragraph 10.1(3)(c) is amended by deleting "that meets the standards set by the regulation services provider".

(6) Section 12.1 is amended by:

(a) striking out all references to “transaction fees” and substituting “trading fees”;

(b) adding after the first sentence “The schedule should include all trading fees and provide the minimum and maximum fees payable for certain representative transactions.”; and

(c) striking out “Each marketplace is required to publicly post a schedule of all trading fees that are applicable to outside marketplace participants that are accessing an order and executing a trade displayed through an information processor or information vendor.”.

(7) The Policy is amended by adding the following Part after Part 16:

“**Part 17 – Reporting of Order Execution Information by Marketplaces**

17.1 (1) Reporting of Order Execution Information by Marketplaces – Section 14.1.1 of the Regulation requires a marketplace to make available standardized, monthly reports of statistical information concerning order executions. It is expected that this information would provide a starting point to promote visibility and best execution, in particular, relating to the factors of execution price and speed. It is also expected that this information would provide a tool for dealers and advisers to evaluate the quality of executions among marketplaces and aid in fulfilling their duty of best execution.

(2) Section 14.1.1 of the Regulation refers to "order type". An order type is established by each marketplace and it includes an intentional cross, internal cross, market-on-close order, basis order, call market order, opening order, closing order, market order, limit order and special terms order.”.

REGULATION TO AMEND REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (2), (3), (8), (9.1), (15), (26), (32) and (34))

1. Regulation 23-101 respecting Trading Rules is amended by adding the following section after the heading of Part 1:

"**1.1 Definitions -** In this Regulation

"best execution" means the most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances;

"dealer-sponsored access" means access to the trading system of a marketplace granted by a dealer who is a member, user or subscriber to a client that is either direct or by means of an electronic connection through the order routing system of the dealer;

"dealer-sponsored participant" means a person or company who has dealer-sponsored access to a marketplace and is an "Institutional Customer" as defined by IDA Policy No. 4 *Minimum Standards for Institutional Account Opening, Operation and Supervision*, as amended, and includes the representatives of the person or company;

"excluded order" means an order

(a) that is subject to a term or condition other than on price;

(b) where the price cannot be determined at the time of order entry; or

(c) where the price is determined by reference to prices achieved in one or more derivatives transactions;".

2. The heading of Part 4 of the Regulation is replaced, in the French text, with the following:

"**PARTIE 4 LA MEILLEURE EXÉCUTION**".

3. Section 4.2 of the Regulation is replaced with the following sections:

"**4.2 Best Execution -** A dealer and an adviser must make reasonable efforts to achieve best execution when acting for a client.

4.3 Order Information – To satisfy the requirements in section 4.2, a dealer or adviser shall make reasonable efforts to use facilities providing information regarding orders.".

4. Section 5.1 of the Regulation is amended by adding the words "for a regulatory purpose" after the words "trading in a particular security".

5. Section 7.1 of the Regulation is amended:

(1) by replacing subsection (1) with the following subsection:

"(1) A recognized exchange shall

(a) set requirements governing the conduct of its members and dealer-sponsored participants, including

(i) requirements that the members and dealer-sponsored participants will conduct trading activities in compliance with this Regulation; and

(ii) requirements governing the responsibilities of the members that provide access to dealer-sponsored participants to maintain a list of dealer-sponsored participants and to review and report to the recognized exchange or, if applicable, to the regulation services provider, on conduct of dealer-sponsored participants that is or appears to be inconsistent with the requirements set under this subsection;

(b) monitor the conduct of its members and dealer-sponsored participants and enforce the requirements set under paragraph (a); and

(c) maintain a list of all dealer-sponsored participants of the recognized exchange.";

(2) in subsection (2), by adding the words "and dealer-sponsored participants" after the word "members".

6. Section 7.2 of the Regulation is amended by adding the words "and dealer-sponsored participants" after the word "members" wherever it appears.

7. Section 7.3 of the Regulation is amended by replacing subsection (1) with the following subsection:

"(1) A recognized quotation and trade reporting system shall

(a) set requirements governing the conduct of its users and dealer-sponsored participants, including

(i) requirements that the users and dealer-sponsored participants will conduct trading activities in compliance with this Regulation; and

(ii) requirements governing the responsibilities of the users that provide access to dealer-sponsored participants to maintain a list of dealer-sponsored participants and to review and report to the recognized quotation and trade reporting system or, if applicable, the regulation services provider on conduct of dealer-sponsored participants that is or appears to be inconsistent with the requirements set under this subsection;

(b) monitor the conduct of its users and dealer-sponsored participants and enforce the requirements set under paragraph (a); and

(c) maintain a list of all dealer-sponsored participants of the recognized quotation and trade reporting system.".

8. Section 7.4 of the Regulation is amended by adding the words "and dealer-sponsored participants" after the word "users" wherever it appears.

9. The Regulation is amended by adding the following sections after section 7.5:

"**7.6 Agreement between a Recognized Exchange, Recognized Quotation and Trade Reporting System or Regulation Services Provider and a Dealer-Sponsored Participant**

(1) A recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or regulation services provider that monitors the conduct of a dealer-sponsored participant on behalf of a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system shall enter into a written agreement with the dealer-sponsored participant that provides

(a) that the dealer-sponsored participant will conduct its trading activities in compliance with the requirements set under subsection 7.1(1) or 7.3(1), as applicable;

(b) that the dealer-sponsored participant acknowledges that the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or regulation services provider will monitor the conduct of the dealer-sponsored participant and enforce the requirements set under subsection 7.1(1) or 7.3(1), as applicable;

(c) that the dealer-sponsored participant will comply with all orders or directions made by the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or regulation services provider, including orders excluding the dealer-sponsored participant from trading on any marketplace; and

(d) that a representative of the dealer-sponsored participant entering orders on the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system has successfully completed:

(i) the Trader Training Course examination of the Canadian Securities Institute; or

(ii) such other examinations relating to courses or training as is acceptable to the securities regulatory authority and the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system, regulation services provider or self-regulatory entity.

(2) Paragraph (1)(d) does not apply until [insert date - one year from the effective date of the Regulation to amend the Regulation].

7.7 Requirements for Members and Users with respect to Dealer-Sponsored Participants – Members of a recognized exchange or users of a quotation and trade reporting system that provide access to dealer-sponsored participants shall:

(a) maintain a list of dealer-sponsored participants to whom they have provided access; and

(b) review and report to the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or, where applicable, the regulation services provider, conduct of dealer-sponsored participants that is or appears to be inconsistent with the requirements set in subsection 7.1(1) or 7.3(1), as applicable.

7.8 Training Requirements - A recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system shall ensure that a dealer-sponsored participant granted access by a member or user is trained in the requirements set by the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or regulation services provider.

7.9 Pre-condition to trading on a Recognized Exchange or Recognized Quotation and Trade Reporting System

(1) A recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system shall not execute an order by a member or user for a dealer-sponsored participant unless the dealer-sponsored participant has executed the written agreement required by section 7.6.

(2) Subsection (1) does not apply until [insert date – six months from the effective date of the Regulation to amend the Regulation].

7.10 Restriction on Dealer-Sponsored Access – A dealer-sponsored participant to a recognized exchange or a recognized quotation and trade reporting system shall not provide dealer-sponsored access to that exchange or quotation and trade reporting system.".

10. The heading of Part 8 and sections 8.1 to 8.4 of the Regulation are replaced with the following:

"**PART 8 MONITORING AND ENFORCEMENT REQUIREMENTS FOR AN ATS, ITS SUBSCRIBERS AND DEALER-SPONSORED PARTICIPANTS**

8.1 Requirements Set by a Regulation Services Provider for an ATS

(1) A regulation services provider shall set requirements governing an ATS, its subscribers and dealer-sponsored participants, including,

(a) requirements that the ATS, its subscribers and dealer-sponsored participants will conduct trading activities in compliance with this Regulation, and

(b) requirements regarding the ATS' responsibilities to maintain a list of dealer-sponsored participants and to review and report to the regulation services provider on conduct of its subscribers and its dealer-sponsored participants that is or appears to be inconsistent with the requirements set in this subsection.

(2) A regulation services provider shall monitor the conduct of an ATS, its subscribers, and its dealer-sponsored participants and shall enforce the requirements set under subsection (1).

(3) Subsection (2) applies to an ATS that ceases to carry on business as an ATS and its representatives, its subscribers, its dealer-sponsored participants and its former subscribers and its former dealer-sponsored participants with respect to conduct that occurred while that ATS, its representatives, its subscribers or its dealer-sponsored participants were subject to the requirements set by a regulation services provider.

8.2 Agreement between an ATS and a Regulation Services Provider - An ATS and a regulation services provider shall enter into a written agreement that provides

(a) that the ATS will conduct its activities in compliance with the requirements set under subsection 8.1(1);

(b) that the regulation services provider will monitor the conduct of the ATS, its subscribers and its dealer-sponsored participants;

(c) that the regulation services provider will enforce the requirements set under subsection 8.1(1);

(d) that the ATS will transmit the information required by Part 11 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation to the regulation services provider; and

(e) that the ATS will comply with all orders or directions made by the regulation services provider.

8.3 Agreement between an ATS and its Subscriber - An ATS and its subscriber shall enter into a written agreement that provides

(a) that the subscriber will conduct trading activities in compliance with the requirements set under subsection 8.1(1);

(b) that the subscriber acknowledges that the regulation services provider will monitor the conduct of the subscriber and any dealer-sponsored participant to whom the subscriber has granted dealer-sponsored access and enforce the requirements set under subsection 8.1(1); and

(c) that the subscriber will comply with all orders or directions made by the regulation services provider, including orders excluding the subscriber or dealer-sponsored participant from trading on any marketplace.

8.4 Agreement between a Regulation Services Provider and an ATS Subscriber or Dealer-Sponsored Participant

(1) A regulation services provider and a subscriber to an ATS or a dealer-sponsored participant to an ATS shall enter into a written agreement that provides

(a) that the subscriber or dealer-sponsored participant will conduct trading activities in compliance with the requirements set under subsection 8.1(1);

(b) that the subscriber or dealer-sponsored participant acknowledges that the regulation services provider will monitor the conduct of the subscriber or dealer-sponsored participant and enforce the requirements set under subsection 8.1(1);

(c) that the subscriber or dealer-sponsored participant will comply with all orders or directions made by the regulation services provider, including orders excluding the subscriber or dealer-sponsored participant from trading on any marketplace; and

(d) that any representative of the subscriber or dealer-sponsored participant entering orders has successfully completed:

(i) the Trader Training Course examination of the Canadian Securities Institute; or

(ii) such other examinations relating to courses or training as is acceptable to the securities regulatory authority and the regulation services provider or self-regulatory entity.

(2) Paragraph (1)(d) does not apply until [insert date – one year from the effective date of the Regulation to amend the Regulation].

8.5 Training Requirements – An ATS shall ensure that its subscribers and its dealer-sponsored participants are trained in the requirements set by the regulation services provider.

8.6 Requirements for Subscribers with respect to Dealer-Sponsored Participants – Subscribers to an ATS that provide access to dealer-sponsored participants shall:

(a) maintain a list of dealer-sponsored participants to whom they have provided access; and

(b) review and report to the regulation services provider conduct of dealer-sponsored participants that is or appears to be inconsistent with the requirements set in subsection 8.1(1).

8.7 Pre-condition to trading on an ATS

(1) An ATS shall not execute an order for a subscriber unless,

(a) the ATS has executed the written agreements required by sections 8.2 and 8.3; and

(b) its subscribers or dealer-sponsored participants have entered into the written agreement required by section 8.4.

(2) Paragraph (1)(b) does not apply until [insert date – six months from the effective date of the Regulation to amend the Regulation].

8.8 Restriction on Dealer-Sponsored Access – A dealer-sponsored participant to an ATS shall not provide dealer-sponsored access to that ATS.”.

11. Subsection 9.1(1) of the Regulation is amended by adding the words “and that the inter-dealer bond broker has the responsibility to review and report to the regulation services provider on conduct of its customers that is or appears to be inconsistent with these requirements” after the words “with this Regulation”.

12. Section 11.2 of the Regulation is amended:

(1) by deleting subsections (5) and (6);

(2) in subsection (7), by replacing the number "7" with the number "5".

13. The Regulation is amended by adding the following section after section 11.2:

"**11.2.1 Transmission in Electronic Form**

(1) A dealer and inter-dealer bond broker shall transmit

(a) to a regulation services provider the information required by the regulation services provider, within ten business days, in electronic form; and

(b) to the securities regulatory authority the information required by the securities regulatory authority under securities legislation, within ten business days, in electronic form.

(2) The record kept by the dealer and inter-dealer bond broker under subsections 11.2(1) through 11.2(4) and the transmission of that information to a securities regulatory authority or to a regulation services provider under subsection (1) shall be in the electronic form specified in a regulation by the securities regulatory authority or a rule by a regulation services provider or a self-regulatory entity by January 1, 2010.".

14. The Regulation is amended by adding the following Part after Part 11:

"**PART 11.1 REPORTING REQUIREMENTS APPLICABLE TO DEALERS**

11.1.1 Reporting of order routing by dealer

(1) Each dealer shall make publicly available each calendar quarter a report on its routing of orders when acting as agent during that quarter and shall include the following information reported as a monthly average, where applicable, where securities are traded on multiple marketplaces

(a) the percentage of total client orders and the percentages that were market orders, limit orders and other order types;

(b) the identity of marketplaces where orders are routed for execution, including the percentages of orders routed to each marketplace; and

(c) a discussion of any material aspects of a dealer's relationship with a marketplace including a description of any arrangements.

(2) Each dealer shall, on request, disclose to its client the identity of the marketplaces where the client's orders were routed for execution in the six months prior to the request, whether the dealer was specifically instructed to route to a particular marketplace for execution, and the time of the transactions, if any, that resulted from such orders.

(3) Subsection (1) does not apply

(a) to orders entered by a dealer-sponsored participant, or

(b) where the client has directed that the dealer route the order to a specific marketplace.".

15. This Regulation shall come into force on (*insert the date of coming into force of this Regulation*).

AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT TO *REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES*

PART 1 AMENDMENT

1.1 Amendment

(1) This amends Policy Statement to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules*.

(2) The Policy is amended by adding the following Part after Part 1:

"**Part 1.1 - Definitions**

" 1.1.1 Definition of best execution – (1) In the Regulation, best execution is defined as the "most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances". In determining best execution, a dealer or adviser may consider a number of elements, including:

a. price;
b. speed of execution;
c. certainty of execution; and
d. the overall cost of the transaction.

We are of the view that these four broad elements encompass more specific considerations, such as order size, reliability of quotes, liquidity, market impact (the price movement that occurs when executing an order) and opportunity cost (the missed opportunity to obtain a better price when an order is not completed at the most advantageous time). The overall cost of the transaction is meant to include, where appropriate, all costs associated with accessing an order and/or executing a trade that are passed on to a client, including fees arising from trading on a particular marketplace, jitney fees (i.e. any fees charged between dealers to provide trading access) and settlement costs. Also, for advisers, the commission fees charged by a dealer would be a cost of the transaction.

(2) The specific application of the definition of "best execution" will vary depending on the instructions and needs of the client, the particular security, prevailing market conditions and whether the dealer or adviser is responsible for best execution under the circumstances. Please see a detailed discussion below in Part 4.

1.1.2 Definitions of dealer-sponsored participant and dealer-sponsored access – (1) Section 1.1 of the Regulation defines a "dealer-sponsored participant" as a person or company, other than a dealer, that has dealer-sponsored access to a marketplace and is an "Institutional Customer" as defined by IDA Policy No. 4 *Minimum Standards for Institutional Account Opening, Operation and Supervision*, as amended, and includes its representatives. The requirement that the person or company be an "Institutional Customer" as defined by IDA Policy 4, has been included to make it clear that the requirements in the Regulation relating to "dealer-sponsored participants" apply only to institutional clients of a dealer who sponsors marketplace access and not to any retail clients with execution-only accounts at discount brokers that are subject to alternative requirements.".

(3) Part 4 is amended by repealing subsections 4.1(1) to 4.1(8) and substituting the following:

"4.1 Best Execution -- (1) The best execution obligation in Part 4 of the Regulation does not apply to an ATS that is registered as a dealer provided that it is carrying on business as a marketplace and is not handling any client orders other than accepting them to allow them to execute on the system. However, the best execution obligation does otherwise apply to an ATS acting as an agent for a client.

(2) Section 4.2 of the Regulation requires a dealer or adviser to make reasonable efforts to achieve best execution (the most advantageous execution terms reasonably available in the circumstances) when acting for a client. The obligation applies to all securities.

(3) Although what constitutes "best execution" varies depending on the particular circumstances, a dealer or adviser should be able to demonstrate that it has a process in place designed to achieve best execution, including how to evaluate whether it was obtained, and that dealer or adviser has taken all reasonable steps, including relying on that process. This process should be reflected in the policies and procedures of the dealer or adviser, which should be regularly reviewed. The obligations of the dealer or adviser will be dependent on the role it is playing in an execution. For example, in making reasonable efforts to achieve best execution, the dealer should consider a number of factors, including client instructions, the client's investment objectives and the dealer's knowledge of markets and trading patterns. An advisor should consider a number of factors, including assessing a particular client's requirements or portfolio objectives, selecting appropriate dealers and marketplaces and monitoring the results on a regular basis. In addition, if an advisor is directly accessing a marketplace, the factors considered by dealers may also be applicable.

(4) Where securities listed on a Canadian exchange or quoted on a Canadian quotation and trade reporting system are inter-listed either within Canada or on a foreign exchange or quotation and trade reporting system, the Canadian securities regulatory authorities are of the view that in making reasonable efforts to achieve best execution, the dealer should assess whether it is appropriate to consider all marketplaces upon which the security is listed or quoted and where the security is traded, both within and outside of Canada.

(5) For foreign exchange-traded securities, if they are traded on an ATS in Canada, dealers should assess whether it is appropriate to consider the ATS as well as the foreign markets upon which the securities trade.

(6) In order to meet best execution obligations where securities trade on multiple marketplaces in Canada, a dealer should consider information from all marketplaces (not just marketplaces where the dealer is a participant). This does not necessarily mean that a dealer must have access to real-time data feeds from each marketplace but that it should establish reasonable policies and procedures for best execution that include taking into account order and/or trade information from all appropriate marketplaces in the particular circumstances. The policies and procedures should be monitored on a regular basis. A dealer should also take steps, where appropriate, to access orders which may include making arrangements with another dealer who is a participant of a particular marketplace or routing an order to a particular marketplace.

(7) Section 4.2 of the Regulation applies to registered advisers as well as registered dealers that carry out advisory functions but are exempt from registration as advisers.

(8) Section 4.3 of the Regulation requires that a dealer or adviser make reasonable efforts to use facilities providing information regarding orders. These reasonable efforts refer to the use of the

information displayed by the information processor or, if there is no information processor, an information vendor.".

(4) Section 5.1 is amended by adding the following sentences before the first sentence:

"Section 5.1 of the Regulation applies when a regulatory halt has been imposed by a regulation services provider, a recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or an exchange or quotation and trade reporting system that has been recognized for the purposes of the Regulation and Regulation 21-101. A regulatory halt, as referred to in section 5.1 of the Regulation, is one that is imposed to maintain a fair and orderly market, including halts related to a timely disclosure policy, or because there has been a violation of regulatory requirements.".

(5) Part 7 is amended by:

(a) repealing section 7.1 and substituting the following:

"7.1 Monitoring and Enforcement of Requirements Set By a Recognized Exchange or Recognized Quotation and Trade Reporting System - (1) Under section 7.1 of the Regulation, a recognized exchange will set its own requirements governing the conduct of its members and dealer-sponsored participants. Under section 7.3 of the Regulation, a recognized quotation and trade reporting system will set its own requirements governing the conduct of its users and dealer-sponsored participants. The recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system can monitor and enforce these requirements either directly or indirectly through a regulation services provider. A regulation services provider is a person or company that provides regulation services and is either a recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or a recognized self-regulatory entity.

(2) Sections 7.2 and 7.4 of the Regulation require the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that chooses to have the monitoring and enforcement performed by a regulation services provider to enter into an agreement with the regulation services provider in which the regulation services provider agrees to enforce the requirements of the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system. Section 7.6 of the Regulation requires a dealer-sponsored participant to enter into an agreement with either the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system, or if monitoring and enforcement is conducted by a regulation services provider, with the regulation services provider. A recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system is required under section 7.8 of the Regulation to ensure that dealer-sponsored participants are trained in the requirements of the exchange, quotation and trade reporting system, or if applicable, the regulation services provider.

(3) Section 7.7 of the Regulation requires members of a recognized exchange or users of a recognized quotation and trade reporting system to maintain a list of the dealer-sponsored participants to whom they have given access, and to review and report the conduct of those dealer-sponsored participants to the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or, if applicable, the regulation services provider. In addition, paragraphs 7.1(1)(c) and 7.3(1)(c) require recognized exchanges and recognized quotation and trade reporting systems to maintain a list of all dealer-sponsored participants accessing their marketplace.

(4) Sections 7.10 and 8.8 of the Regulation restrict a dealer-sponsored participant from providing dealer-sponsored access to a recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or an ATS. This restriction is included in the Regulation to prevent clients of a dealer from providing dealer-sponsored access to their clients."; and

(b) repealing section 7.2 and substituting the following:

"7.2 Monitoring and Enforcement Requirements for an ATS – (1) Section 8.1 of the Regulation requires the regulation services provider to set requirements that govern an ATS, its subscribers and dealer-sponsored participants. Paragraph 8.1(1)(b) of the Regulation reinforces that an ATS has responsibilities to review and report on conduct of its subscribers and dealer-sponsored participants that is or appears to be inconsistent with the requirements set by the regulation services provider. This is intended to apply in circumstances where an ATS may be in a better position than a regulation services provider to obtain information. For example, an ATS may have information about relationships between different ATS subscriber accounts, which may be required to detect patterns of activity across subscriber accounts, or an ATS may have information about failed trades involving subscribers which is relevant for monitoring short sales. It is expected that an ATS will notify a regulation services provider when it has knowledge of any relevant information.

(2) Before executing an order for a subscriber (including an order for a dealer-sponsored participant), the ATS must enter into an agreement with a regulation services provider and an agreement with each subscriber. In addition, the subscribers and dealer-sponsored participants must enter into agreements with the regulation services provider. These agreements form the basis upon which a regulation services provider will monitor the trading activities of the ATS, its subscribers and dealer-sponsored participants and enforce its requirements. The requirements set by a regulation services provider must include requirements that the ATS, its subscribers and dealer-sponsored participants will conduct trading activities in compliance with the Regulation. The ATS, its subscribers and dealer-sponsored participants are considered to be in compliance with the Regulation and are exempt from the application of most of its provisions if the ATS, the subscriber and the dealer-sponsored participant are in compliance with the requirements set by a regulation services provider.

(3) Under subsection 8.4(d) of the Regulation, a representative of a subscriber or dealer-sponsored participant entering orders is required to successfully complete either the Trader Training Course examination of the Canadian Securities Institute (which is currently a requirement for dealers trading on an equity marketplace) or another examination relating to courses or training that is acceptable to the securities regulatory authority and a regulation services provider or recognized self-regulatory entity. The ATS is required under section 8.5 of the Regulation to ensure that subscribers and dealer-sponsored participants are trained in the requirements of the regulation services provider.

(4) Section 8.6 of the Regulation requires subscribers to an ATS to maintain a list of the dealer-sponsored participants to whom they have given access, and to review and report the conduct of those dealer-sponsored participants to the regulation services provider. In addition, paragraph 8.1(1)(b) of the Regulation requires a regulation services provider to set requirements regarding the responsibilities of an ATS to maintain a list of dealer-sponsored participants accessing the ATS and to review and report conduct that is or appears to be inconsistent with the requirements of the regulation services provider.".

(6) Part 8 is amended by:

(a) repealing section 8.2 and substituting the following:

"8.2 Transmission of Information to a Regulation Services Provider -- Section 11.3 of the Regulation requires that a dealer and an inter-dealer bond broker provide to the regulation services provider information required by the regulation services provider, within 10 business days, in electronic form. This requirement is triggered only when the regulation services provider sets requirements to transmit information."; and

(b) repealing section 8.3 and substituting the following:

"8.3 Electronic Form - Subsection 11.2.1(1) of the Regulation requires any information required to be transmitted to the regulation services provider and securities regulatory authority in electronic form. Dealers and inter-dealer bond brokers are required to provide information in a form that is accessible to the securities regulatory authorities and the regulation services provider (for example, in SELECTR format). The Canadian securities regulatory authorities and the self-regulatory entities are working with the industry to develop uniform standards for the electronic audit trail requirements to be implemented by January 1, 2010, which is reflected in subsection 11.2.1(2)."

(7) The Policy is amended by adding the following Part after Part 8:

"**Part 9 – Reporting Requirements Applicable to Dealers**

9.1 Reporting Requirements Applicable to Dealers - Section 11.1.1 of the Regulation requires disclosure of the order routing practices of dealers that route orders for clients. As dealers owe a duty of best execution to their clients, dealers should review their order routing practices periodically to assure they are meeting this responsibility. It is expected that the information required by section 11.1.1 of the Regulation would bring transparency to this process and provide clients with the opportunity to monitor a dealer's order routing activity. On request by a client, a dealer also would be required to disclose where an individual client's orders were routed.".

7.2.2. Publication

Aucune information.

7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION ET DES OAR

7.3.1 Consultation

Services de réglementation du marché Inc. – Disposition concernant la meilleure exécution

L'Autorité des marchés financiers publie le projet de modifications déposé par Services de réglementation du marché Inc. Les modifications proposées visent principalement à harmoniser les exigences des Règles universelles d'intégrité du marché avec les modifications proposées par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*.

Voir également la section 7.2.1 du présent bulletin.

(Les textes sont reproduits ci-après).

Commentaires

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent également en transmettre une copie, au plus tard le 19 juillet 2007, à :

M^{e} Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, Square Victoria
C.P. 246, 22^{e} étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Serge Boisvert
Analyste
Direction de la supervision des OAR
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514.395.0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1.877.525.0337, poste 4358
Télécopieur : 514.873.7455
Courriel : serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Services de réglementation du marché Inc. – Disposition concernant l'accès au marché

L'Autorité des marchés financiers publie le projet de modifications déposé par Services de réglementation du marché Inc. Les modifications proposées visent principalement à harmoniser les exigences des Règles universelles d'intégrité du marché avec les modifications proposées par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*.

Voir également la section 7.2.1 du présent bulletin.

(Les textes sont reproduits ci-après).

Commentaires

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent également en transmettre une copie, au plus tard le 19 juillet 2007, à :

M^e^ Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, Square Victoria
C.P. 246, 22^e^ étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Élaine Lanouette
Analyste
Direction de la supervision des OAR
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514.395.0337, poste 4356
Numéro sans frais : 1.877.525.0337, poste 4356
Télécopieur : 514.873.7455
Courriel : elaine.lanouette@lautorite.qc.ca

Avis relatif à l'intégrité du marché

Avis de consultation

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

20 avril 2007 N° 2007-008

Acheminement suggéré
- Négociation
- Affaires juridiques et Conformité

Sujets principaux
- Meilleure exécution
- Directives du client
- Marchés non transparents
- Marchés organisés réglementés
- Frais d'opération

Renvois aux dispositions des RUIM
- Règle 5.1 – Meilleure exécution des ordres clients
- Règle 5.2 – Obligation d'accorder le meilleur cours
- Règle 8.1 – Exécution d'ordres pour compte propre

DISPOSITIONS CONCERNANT LA MEILLEURE EXÉCUTION

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis que, le 30 janvier 2007, le Conseil d'administration de Services de réglementation du marché inc. a approuvé en vue de la publication des modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché se rapportant à divers aspects de la meilleure exécution. En particulier, les modifications :

- harmoniseraient les exigences aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché afin qu'elles soient uniformisées avec les modifications proposées par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières à la Norme canadienne 23-101;
- préciseraient les circonstances dans lesquelles un *participant* devrait tenir compte de renseignements quant aux ordres et aux transactions provenant d'un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada;
- préciseraient que l'obtention de la « meilleure exécution » demeure assujettie aux obligations d'accorder le « meilleur cours ».

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

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

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* (1er 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 – *Avis d'approbation – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007)

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

DISPOSITIONS CONCERNANT LA MEILLEURE EXÉCUTION

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis que, le 30 janvier 2007, le Conseil d'administration de Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a approuvé en vue de la publication des modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») se rapportant à divers aspects de la meilleure exécution. En particulier, les modifications (les « modifications proposées ») proposées :

- harmoniseraient les exigences aux termes des RUIM afin qu'elles soient uniformisées avec les modifications proposées (la « proposition des ACVM relative à la meilleure exécution »)[1] par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») à la Norme canadienne 23-101 (les « Règles de négociation des ACVM »);
- préciseraient les circonstances dans lesquelles un *participant* devrait tenir compte de renseignements quant aux ordres et aux transactions provenant d'un marché organisé réglementé[2] à l'extérieur du Canada;

---

[1] Se reporter à la rubrique « Proposition des ACVM relative à la meilleure exécution » aux pages 8 et 9 du présent Avis relatif à l'intégrité du marché. Il y a également lieu de se reporter à 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 – *Projet de règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, Projet de règlement modifiant le Règlement 23-101 sur le règles de négociation et projet de modification des Règles universelles d'intégrité du marché* (20 avril 2007).

[2] SRM a proposé une modification aux RUIM afin d'adopter officiellement une définition d'un *marché organisé réglementé* et cette proposition fait présentement l'objet d'un examen de la part des autorités de reconnaissance. Il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-012 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux transactions « hors cours »* (29 avril 2005) qui propose de définir l'expression *marché organisé réglementé* comme s'entendant d'un marché à l'extérieur du Canada :

a) qui est une bourse, un système de cotation et de déclaration d'opérations, un système de négociation parallèle ou une installation ou fonction semblable reconnue par une autorité de réglementation des valeurs mobilières ou agréée auprès de celle-ci, laquelle autorité est un membre ordinaire de l'Organisation internationale des commissions de valeurs;

b) auquel la saisie d'ordres et l'exécution de transactions est surveillée en vue de la conformité aux exigences réglementaires au moment de la saisie et de l'exécution par un organisme d'autoréglementation reconnu par l'autorité en valeurs mobilières ou par le marché si le marché a été autorisé par l'autorité en valeurs mobilières à surveiller la saisie des ordres et l'exécution des transactions sur ce marché en vue de la conformité aux exigences réglementaires;

c) qui affiche et fournit en temps opportun des renseignements à des fournisseurs de données des agences de traitement de l'information ou des personnes assurant des fonctions semblables à l'égard de la diffusion de données aux participants du marché pour ce marché, lesquels renseignements donnent au moins le cours, le volume et la désignation du titre à l'égard de chaque ordre au moment de la saisie de l'ordre sur ce marché et donnent, au minimum, le cours, le volume et la désignation du titre à l'égard de chaque transaction au moment où la transaction est exécutée sur ce marché ou portée à la connaissance de ce marché.

Toutefois, un marché organisé réglementé ne comprend pas l'installation ou la fonction d'un marché à la connaissance duquel les transactions exécutées hors bourse sont portées sauf dans les cas suivants :

d) la transaction doit être, et est effectivement, portée à la connaissance du marché sans délai suivant l'exécution;

e) au moment où la transaction est portée à la connaissance du marché, elle est surveillée en vue de la conformité aux exigences réglementaires en matière de valeurs mobilières;

f) au moment où la transaction est portée à la connaissance du marché, des renseignements en temps opportun à l'égard de la transaction sont fournis aux fournisseurs de données, aux agences de traitement de l'information ou aux personnes qui assurent des fonctions semblables à l'égard de la diffusion des données aux participants du marché pour ce marché.

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

- préciseraient que l'obtention de la « meilleure exécution » demeure assujettie aux obligations d'accorder le « meilleur cours ».

Processus d'établissement des règles

SRM a été reconnue comme organisme d'autoréglementation par la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers du Québec (les « autorités de reconnaissance ») et, en tant que tel, elle est autorisée à agir en qualité de fournisseur de services de réglementation aux fins de la Norme canadienne 21-101 (la « Norme sur le fonctionnement du marché ») et des Règles de négociation des ACVM.

En qualité de fournisseur de services de réglementation, SRM administre et applique les règles de négociation pour les marchés qui ont retenu ses services. SRM a adopté, et les autorités de reconnaissance ont approuvé, les RUIM comme règles de négociation en matière d'intégrité qui s'appliquent à tout marché qui retient les services de SRM en qualité de fournisseur de services de réglementation. Présentement, les services de SRM ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation pour la Bourse de Toronto (la « TSX »), la Bourse de croissance TSX (la « BC TSX ») et Canadian Trading and Quotation System (« CNQ »), chacune en tant que bourse et par Bloomberg Tradebook Canada Company, Liquidnet Canada Inc., Perimeter Markets Inc. (l'exploitant de « BlockBook »), Shorcan ATS Limited et TriAct Canada Marketplace LP, chacune en tant que SNP. CNQ est présentement exploitée en tant que « marché de rechange » connu sous le nom de « Pure Trading » et qui a le droit de négocier des titres cotés sur les autres bourses, négociant actuellement des titres cotés à la TSX.

Le Comité consultatif sur les règles (« CCR ») de SRM a examiné les modifications proposées. Le CCR est un comité consultatif formé de représentants de chacun des marchés pour lesquels SRM agit en qualité de fournisseur de services de réglementation, soit des participants, des investisseurs institutionnels et des adhérents et des membres du milieu juridique et de la conformité.

Les modifications aux RUIM entreront en vigueur dès leur approbation par les autorités de reconnaissance après avis public et commentaires et ratifications des modifications par le Conseil d'administration. Certaines des modifications proposées sont consécutives à l'adoption de la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution qui fait partie des modifications proposées aux Règles de négociation des ACVM et à la Norme sur le fonctionnement du marché que proposent simultanément les ACVM. Les autorités de reconnaissance examineront les modifications proposées dans le contexte de toutes modifications approuvées aux Règles de négociation des ACVM.

Le libellé des modifications proposées est énoncé à l'Annexe A. Les commentaires sur les modifications proposées devraient être consignés par écrit et présentés à la personne suivante avant le **19 juillet 2007** :

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

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

Télécopieur : 416-646-7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

Un exemplaire devrait également être fourni aux autorités de reconnaissance en le transmettant à la personne suivante :

Cindy Petlock
Directrice, Réglementation du marché
Division des marchés des capitaux
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Bureau 1903, C.P. 55,
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3S8

Télécopieur : (416) 595-8940
Courriel : cpetlock@osc.gov.on.ca

Les auteurs de commentaires devraient savoir qu'un exemplaire de leur lettre de commentaires sera disponible publiquement sur le site Internet de SRM (www.rs.ca sous la rubrique « Réglementation ») après que la période des commentaires est venue à échéance. Un résumé des commentaires contenus dans chaque présentation sera également inclus dans un Avis relatif à l'intégrité du marché portant sur la révision ou l'approbation des modifications proposées.

Contexte des modifications proposées

Dispositions actuelles

La Règle 5.1 des RUIM exige présentement qu'un *participant* « s'efforce d'exécuter chaque ordre client aux conditions les plus avantageuses pour le client le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché ». En plus de cette exigence portant sur la « meilleure exécution », la Règle 5.2 des RUIM exige présentement qu'un *participant* déploie des efforts raisonnables avant l'exécution d'un ordre client pour s'assurer que l'ordre est exécuté au meilleur cours disponible.[3] Ainsi, les RUIM reconnaissent que la « meilleure exécution » et le

[3] L'obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 des RUIM sera abrogée ou considérablement modifiée en fonction des dispositions régissant l'interdiction de procéder à des « transactions hors cours » qui seront adoptées par les ACVM. Toutes modifications consécutives proposées par SRM seront publiées dans un Avis relatif à l'intégrité du marché et pourront faire l'objet de commentaires au cours de la même durée que les modifications concernant l'interdiction de procéder à des transactions hors cours proposées par les ACVM aux fins des Règles de négociation des ACVM et de la Norme sur le

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

« meilleur cours » sont des obligations distinctes mais connexes imposées à un *participant* lorsqu'il traite un ordre client.

Présentement, les Règles de négociation des ACVM prévoient que « le courtier qui agit comme mandataire d'un client doit faire des efforts raisonnables pour que le client reçoive le meilleur prix d'exécution sur un achat ou une vente de titres ».[4] Aux fins des Règles de négociation des ACVM, la « meilleure exécution » a été axée sur l'obtention du « meilleur cours ». Conformément aux Règles de négociation des ACVM, un *participant* est dispensé des dispositions relatives à la *meilleure exécution* aux termes de la Partie 4 des Règles de négociation des ACVM si le *participant* se conforme aux exigences des RUIM lorsqu'il traite un ordre client qui est assujetti aux RUIM.[5]

SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1er septembre 2006) et 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) afin de fournir une orientation supplémentaire sur l'application et l'interprétation de diverses dispositions des RUIM dans le contexte actuel où il existe plusieurs marchés. Dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-002 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007), SRM a donné avis que les autorités de reconnaissance avaient approuvé des modifications (les « modifications relatives aux marchés concurrentiels ») qui, entre autres, intégraient à l'article 2 de la Politique 5.1 des aspects de l'orientation fournie dans l'Avis relatif à l'intégrité du marchée 2006-017 et s'harmonisaient à une exigence comparable portant sur la meilleure exécution récemment ajoutée à l'Instruction complémentaire des Règles de négociation des ACVM.[6] Les

---

fonctionnement du marché. Pour une discussion des notions qui pourraient être incluses dans la proposition concernant l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, il y a lieu de consulter la rubrique intitulée « Protection contre les transactions hors cours » dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007 – Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc., op. cit., 9.

4 Norme canadienne 23-101, al. 4.2(1).

5 Ibid., art. 2.1. Le libellé de cette disposition prévoit ce qui suit :

> Une personne ou société est dispensée de l'application du paragraphe 1) de l'article 3.1 des parties 4 et 5 de la présente norme dès lors qu'elle se conforme aux règles, politiques et autres textes similaires établis :
>
> a) par une Bourse reconnue qui, directement, surveille la conduite de ses membres et prend les mesures d'application des règles établies conformément au paragraphe 1) de l'article 7.1(1);
>
> b) par un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui, directement, surveille la conduite de ses adhérents et prend les mesures d'application des règles établies conformément au paragraphe 1) de l'article 7.3;
>
> c) par un fournisseur de services de réglementation.

6 Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Avis de publication – Règlement modifiant la Norme canadienne 21-101, le fonctionnement du marché et modification de l'Instruction complémentaire 21-101, le fonctionnement du marché et Règlement modifiant la Norme canadienne 23-101, les règles de négociation et modification de l'Instruction complémentaire 23-101, les règles de négociation*, bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 15 décembre 2006, volume 3, n° 50. Les modifications ont ajouté l'alinéa 4.1(8) suivant à l'Instruction complémentaire 23-101 :

> Pour satisfaire à son obligation d'exécution au meilleur prix lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés au Canada, le courtier devrait prendre en considération l'information provenant de tous les marchés (et pas seulement des marchés auxquels il participe). Il ne s'ensuit pas nécessairement que le courtier doive avoir accès aux listes de données transmises en temps réel par chaque marché, mais il devrait établir des politiques et des procédures raisonnables d'exécution au meilleur prix qui tiennent notamment compte de l'information relative aux ordres et aux opérations exécutés sur tous les marchés pertinents dans les circonstances. Le courtier devrait examiner ces politiques et procédures régulièrement. En outre, il devrait prendre les dispositions nécessaires pour accéder aux ordres, s'il y a lieu. Il peut s'agir notamment de conclure une entente avec un autre courtier participant à un marché particulier ou d'acheminer un ordre vers un marché donné.

modifications apportées aux dispositions concernant la « meilleure exécution » figurant dans les RUIM aux termes des modifications relatives aux marchés concurrentiels étaient censées constituer une « étape intermédiaire » afin de favoriser la mise sur pied de plusieurs marchés concurrentiels (celles-ci énonçant, en particulier, les situations dans lesquelles un *participant* devrait tenir compte de divers marchés visibles et non transparents) et il était prévu que des modifications supplémentaires seraient proposées afin d'harmoniser les RUIM avec les modifications futures apportées aux Règles de négociation des ACVM. Les modifications proposées aux Règles de négociation des ACVM se rapportant à la « meilleure exécution » sont maintenant proposées aux termes de la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution.

L'obligation de surveiller des renseignements quant aux ordres saisis et aux transactions exécutées sur des marchés négociant le même titre incombe au *participant* traitant l'ordre client. Les RUIM n'exigent pas qu'un *participant* conserve nécessairement un accès en vue de la négociation à chaque marché canadien sur lequel un titre peut se négocier. Aux termes des modifications relatives aux marchés concurrentiels, l'on s'attend d'un *participant* qu'il prenne des dispositions avec un autre courtier qui est un participant d'un marché déterminé ou qu'il achemine un ordre vers un marché donné si le marché donné a fait preuve de la vraisemblance raisonnable qu'il disposera d'une liquidité à l'égard d'un titre déterminé compte tenu de la taille de l'ordre client. Aux termes des modifications relatives aux marchés concurrentiels, un *participant*, en s'acquittant de l'obligation relative à la meilleure exécution qui lui incombe, doit tenir compte de la liquidité possible sur des marchés qui ne fournissent pas la transparence à l'égard des ordres dans un affichage consolidé du marché si les deux conditions suivantes sont réunies :

- le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant afin d'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 d'une liquidité à l'égard du titre déterminé.

En outre, les modifications relatives aux marchés concurrentiels ont élargi la Politique afin d'indiquer que SRM tiendrait compte de deux facteurs supplémentaires afin d'établir si un *participant* s'était efforcé avec diligence d'obtenir la meilleure exécution d'un ordre client, notamment :

- toutes directives précises émanant du client concernant le moment opportun de l'exécution de l'ordre;
- le fait que des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada ont été envisagés (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se trouve à l'extérieur du Canada).

Les modifications relatives aux marchés concurrentiels ont déplacé de la Politique 5.2 l'examen des directives précises émanant du client sur le moment opportun de l'exécution, soit l'un des facteurs devant être pris en ligne de compte afin d'établir si un *participant* s'est acquitté de son « obligation d'accorder le meilleur cours », pour en faire un facteur dans le cadre de

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

l'établissement de la « meilleure exécution ». Les modifications relatives aux marchés concurrentiels ont également précisé à quel moment la prise en compte des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada devrait avoir lieu dans le cadre de la meilleure exécution d'un ordre client, et ce, afin de calquer une disposition portant sur la meilleure exécution figurant dans l'Instruction complémentaire aux Règles de négociation des ACVM.[7]

Proposition des ACVM relative à la meilleure exécution

Simultanément à la publication du présent Avis de consultation, les ACVM ont publié des modifications proposées à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux Règles de négociation des ACVM, lesquelles abordent un certain nombre de questions, y compris la meilleure exécution.[8] Le texte qui suit est celui des aspects clés de la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution qui sont directement pertinentes aux dispositions actuelles ou proposées aux termes des RUIM se rapportant à la meilleure exécution.[9]

Définition de la meilleure exécution et obligation de réaliser la meilleure exécution

Pour tenir compte de tous les facteurs qui déterminent la meilleure exécution, les ACVM proposent de modifier les dispositions pour y inclure des facteurs autres que le cours. À l'heure actuelle, il n'existe pas de définition du terme « meilleure exécution ». L'article 4.2 du Règlement 23-101 [les Règles de négociation des ACVM] fait plutôt référence au « meilleur prix d'exécution » lorsqu'il est fait état de l'obligation qui incombe au courtier. En outre, dans les RUIM, on commence par une obligation générale avant de traiter plus précisément du cours. En réponse aux questions soulevées dans le document de réflexion [Document de réflexion 23-402], nombre de personnes qui ont fait des commentaires ont fait valoir que les obligations actuelles en matière de meilleure exécution sont trop étroites et que la meilleure exécution devrait refléter principalement le processus et non une norme absolue à appliquer à chaque transaction.

Compte tenu des commentaires reçus sur le document de réflexion, les ACVM proposent de définir la meilleure exécution comme suit : les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances[10]. L'Instruction générale relative au Règlement 23-101 (l'« Instruction générale 23-101 ») précise que la définition s'appliquera différemment selon les circonstances et,

---

7 Instruction complémentaire 23-101, al. 4.1(3). Le libellé de cet alinéa 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 qu'il serait approprié, dans les circonstances particulières, de regarder du côté des marchés situés à l'extérieur du Canada.

8 Se reporter à la rubrique « Meilleure exécution », Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007 – Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc., op. cit., 24. Les modifications se rapportant à la meilleure exécution font suite à la publication du Document de réflexion 23-402 – *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages*, 22 juillet 2005. Des propositions se rapportant aux accords de paiement indirect au moyen des courtages feront l'objet d'une proposition distincte des ACVM.

9 La « proposition des ACVM relative à la meilleure exécution » traite également de l'application des exigences aux conseillers et l'instauration d'un régime de communication d'information relatif à l'exécution des ordres et à la qualité du marché qui n'auront pas de pendants dans les RUIM.

10 Projet Règlement modifiant le Règlement 23-101, article 1.1.

également, selon la personne chargée de réaliser la meilleure exécution[11]. Pour déterminer quelles sont les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances, il convient de prendre en considération les principaux éléments énoncés (soit le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction). Ces principaux éléments englobent d'autres facteurs, comme la liquidité, l'incidence sur le marché ou le coût de renonciation.

Application au courtier de l'obligation de meilleure exécution

Pour s'acquitter de son obligation de meilleure exécution, le courtier devra faire des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution. Lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés, il n'est pas nécessaire que les courtiers conservent l'accès à tous les marchés. Pour réaliser la meilleure exécution, le courtier devrait évaluer s'il est pertinent de prendre en compte tous les marchés, canadiens et étrangers, sur lequel le titre se négocie. De plus, les ACVM proposent de préciser que la « meilleure exécution » variera selon les circonstances et que le courtier doit être en mesure de démontrer qu'il a mis en place un processus et qu'il l'a appliqué pour atteindre les résultats escomptés[12].

Harmonisation des modifications proposées et de la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution

Simultanément à la publication du présent Avis relatif à l'intégrité du marché sollicitant des commentaires relativement aux modifications proposées, les ACVM ont publié un Avis et Avis de sollicitation renfermant la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution.

Il est prévu que les dispositions adoptées aux termes des RUIM calqueront les dispositions adoptées dans le cadre des Règles de négociation des ACVM. Il existera des différences de libellé et de structure qui tiennent compte :

- de l'utilisation d'expressions et de protocoles de rédaction différents;
- de l'instauration proposée aux termes de la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution d'exigences visant la déclaration de renseignements quant à l'exécution des ordres et à la qualité du marché qui n'auront pas de pendants aux termes des RUIM;
- de l'application des dispositions des RUIM à des ordres visant des titres admissibles à la négociation sur un marché qui a retenu les services de SRM en qualité de fournisseur de services de réglementation comparativement à l'application à l'ensemble des ordres clients de la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution;
- de l'application des dispositions des RUIM à des *participants* plutôt que l'application de la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution à l'ensemble des courtiers et des conseillers qui peuvent avoir une obligation relative à la meilleure exécution envers des clients lorsqu'ils traitent un ordre client ou agissent pour le compte d'un portefeuille.

[11] Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, paragraphe 1.1.1.
[12] Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, article 4.1.

De l'avis de SRM, il n'existe aucunes différences de fond entre les modifications proposées et la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution sauf en conséquence de ces quatre facteurs.[13] Si des révisions sont apportées à la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution, il est prévu que des révisions consécutives nécessaires soient apportées aux modifications proposées, de sorte que les dispositions des RUIM calquent les dispositions des Règles de négociation des ACVM.

S'il existe des différences permanentes entre les dispositions portant sur la « meilleure exécution » aux termes des RUIM et des Règles de négociation des ACVM, un *participant*, conformément à l'article 2.1 des Règles de négociation des ACVM, serait dispensé des dispositions relatives à la « meilleure exécution » conformément à la partie 4 des Règles de négociation des ACVM s'il se conforme aux exigences des RUIM. Toutefois, les dispositions des Règles de négociation des ACVM s'appliqueraient :

- à un courtier ou conseiller qui n'est pas un *participant* aux fins des RUIM;
- à un *participant* lorsqu'il traite un ordre client visant un titre qui n'est pas admissible à la négociation sur un marché réglementé par SRM.

Résumé des modifications proposées

Les modifications proposées modifieraient la Règle 5.1 en remplaçant quelque peu son libellé afin de calquer davantage les expressions utilisées dans la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution. La Règle serait modifiée afin de mentionner « les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». Présentement, la Règle exige d'un *participant* qu'il s'efforce avec diligence d'obtenir l'exécution de chaque ordre client selon les « conditions les plus avantageuses pour le client le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché ». Le membre de phrase « le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché » a été supprimé de la Règle puisque la Politique sera modifiée afin d'énoncer les quatre facteurs généraux (cours, rapidité d'exécution, certitude d'exécution et coût global de la transaction) qui sont recoupés par la notion de « le plus rapidement possible » et afin d'indiquer que, dans le cadre de l'examen des « circonstances », le *participant* devrait tenir compte de « la conjoncture du marché ».

Les modifications proposées modifieraient diverses parties de la Politique 5.1 afin de préciser :

- les facteurs généraux qui doivent être examinés en réalisant la meilleure exécution, notamment : le cours, la rapidité d'exécution, la certitude d'exécution et le coût global de la transaction;
- les facteurs déterminés à examiner dans le cadre de la réalisation de la meilleure exécution, notamment : les directives du client; la prise en compte de marchés qui ont fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité par rapport à la taille de l'ordre

[13] Aux termes de la proposition des ACVM relative à la meilleure exécution, l'expression « meilleure exécution » s'entend « des conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». Aux termes de la Politique 5.1 prise aux termes des RUIM dans le cadre des modifications proposées, la disposition des RUIM fera expressément mention de « la conjoncture du marché » et énoncera les facteurs qui doivent être pris en ligne de compte afin d'établir « la conjoncture du marché ».

client; et la prise en compte de marchés non transparents si le volume affiché est insuffisant et si le marché non transparent a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard du titre donné;

- les facteurs supplémentaires qui peuvent être pris en ligne de compte par un *participant* afin d'établir s'il doit procéder à l'exécution sur un marché à l'extérieur du Canada, notamment : la liquidité disponible affichée sur un marché; la partie de la négociation visant le titre réalisée sur le marché étranger; le risque lié au règlement et aux fluctuations de la devise étrangère auquel il s'expose;
- la nécessité de se conformer à l'obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 nonobstant toute directive du client ou tout consentement de sa part à l'égard de l'obligation de réaliser la « meilleure exécution »;
- l'obligation de prévoir des politiques et procédures écrites d'un *participant* énonçant le processus auquel a recours le *participant* afin d'obtenir la meilleure exécution et de permettre une évaluation à savoir si la meilleure exécution a été obtenue dans le cadre de l'exécution d'un ordre client déterminé.

En conséquence des modifications proposées visant la Règle 5.1 et la Politique 5.1, les modifications proposées déplaceraient de la Politique 5.1 les facteurs devant être pris en ligne de compte afin d'établir si une transaction pour compte propre est intervenue avec un client moyennant le « meilleur cours disponible » et les ajouteraient à la Politique 8.1. En outre, les modifications proposées apporteraient une modification d'ordre administratif à la Règle 8.1 en remplaçant le membre de phrase « compte tenu des conditions du marché à ce moment-là » par le membre de phrase « selon la conjoncture du marché ». Cette modification normaliserait l'utilisation de la terminologie à la Politique 5.1 et dans la Règle 8.1 relativement aux facteurs qui doivent être pris en ligne de compte. De l'avis de SRM, cette modification ne fait que normaliser le libellé utilisé et ne constitue pas une modification de fond dans le cadre des exigences.

Résumé des modifications par rapport aux modifications relatives aux marchés concurrentiels

Les modifications proposées modifieraient expressément deux aspects de l'article 2 de la Politique 5.1 tel qu'il a été adopté dans le cadre des modifications relatives aux marchés concurrentiels :

Directives du client

Les Politiques prises aux termes des modifications relatives aux marchés concurrentiels autorisent un *participant* à tenir compte des directives précises du client concernant « le moment de » l'exécution de l'ordre client. Les modifications proposées supprimeraient la restriction relative aux directives du client quant à la rapidité de l'exécution. Toutefois, les modifications proposées préciseraient également qu'un *participant* demeurerait assujetti à l'obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 nonobstant toute directive ou tout consentement de la part du client.

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

Prise en compte de marchés organisés réglementés

L'un des facteurs qu'un *participant* peut prendre en ligne de compte aux termes des modifications relatives aux marchés concurrentiels porte sur « le fait que des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada ont été envisagés (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se trouve à l'extérieur du Canada) ». Certains auteurs de commentaires ont interprété ce facteur comme exigeant la prise en compte de marchés étrangers dans le cadre de la négociation d'un titre qui était négocié à la fois sur un marché et sur un marché étranger. Les modifications proposées énonceraient les facteurs supplémentaires qui peuvent être pris en ligne de compte par un *participant* afin d'établir si une exécution sur un marché à l'extérieur du Canada s'impose, notamment : la liquidité disponible affichée sur un marché; la partie de la négociation visant le titre réalisée sur le marché étranger; le risque lié au règlement et aux fluctuations de la devise étrangère auquel il s'expose.

Annexes

- L'Annexe « A » énonce le libellé des modifications proposées aux Règles et aux Politiques se rapportant à la meilleure exécution;
- L'Annexe « B » renferme le libellé des dispositions pertinentes des Règles et des Politiques telles qu'elles se liraient à l'adoption des modifications proposées. L'Annexe « B » renferme également une version comparée des dispositions actuelles, faisant état des modifications apportées par les modifications proposées.

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

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

Annexe « A »

Modifications se rapportant à la meilleure exécution

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées de la manière suivante :

1. La règle 5.1 est supprimée et le texte suivant lui est substitué :

   Un participant s'efforce avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances.

2. La règle 8.1 est modifiée par la suppression du membre de phrase « compte tenu des conditions du marché à ce moment-là » et son remplacement par le membre de phrase suivant : « selon la conjoncture du marché ».

Les Politiques prises aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées de la manière suivante :

1. La Politique 5.1 est supprimée et le texte suivant lui est substitué :

   Article 1 – Facteurs généraux à examiner

   En recherchant les « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances », l'autorité de contrôle du marché s'attendrait d'un participant qu'il tienne compte d'un certain nombre de facteurs généraux, notamment les suivants :

   - le cours auquel la transaction aurait lieu;
   - la rapidité d'exécution;
   - la certitude d'exécution;
   - le coût global de l'opération.

   Ces quatre grands facteurs englobent des examens davantage précis, portant, par exemple, sur la taille de l'ordre, la fiabilité des cotations, la liquidité, l'incidence sur le marché (le mouvement du prix qui se produit dans le cadre de l'exécution d'un ordre) et le coût de renonciation (l'occasion perdue d'obtenir un meilleur cours lorsqu'un ordre n'est pas comblé au moment le plus avantageux). Le coût global de l'opération est censé inclure, le cas échéant, tous les coûts associés au fait d'accéder à un ordre ou d'exécuter une transaction, lesquels sont répercutés sur le client, y compris les frais découlant de la négociation sur un marché déterminé, les frais de jitney (c.-à-d., tous frais imputés entre des courtiers afin de fournir un accès à la négociation) et les coûts liés au règlement.

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

En examinent les circonstances, les participants devraient tenir compte de « la conjoncture du marché » et, notamment, des facteurs suivants :

- le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes;
- la tendance du marché pour la négociation du titre;
- le volume affiché d'offres d'achat et d'offres de vente;
- l'importance de l'écart entre les cours;
- la liquidité du titre.

Article 2 – Facteurs déterminés à examiner

Afin d'établir si un participant s'est acquitté avec diligence de l'obligation d'assurer la meilleure exécution d'un ordre client, l'autorité de contrôle du marché examine un certain nombre de facteurs déterminés, notamment les suivants :

- toute directive précise du client concernant l'exécution de l'ordre;
- le fait que le participant a tenu compte d'ordres sur un marché qui a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client;
- le fait que le participant a tenu compte de la liquidité possible sur des marchés qui n'assurent pas la transparence d'ordres dans un affichage consolidé du marché si les conditions suivantes sont réunies :
  - le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant afin d'assurer l'exécution intégrale de l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client,
  - le marché non transparent a indiqué qu'il existe une vraisemblance raisonnable qu'il disposera d'une liquidité à l'égard du titre donné.

Article 3 – Prise en compte de marchés organisés réglementés

Afin d'établir s'il convient d'envisager l'exécution d'un ordre client sur un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada, le participant peut tenir compte, en plus des facteurs énoncés aux articles 1 et 2, des facteurs suivants :

- la liquidité disponible affichée sur un marché par rapport à la taille de l'ordre client;
- l'ampleur de la négociation à l'égard d'un titre donné sur le marché organisé réglementé par rapport au volume de négociation sur des marchés;
- l'ampleur du risque lié au règlement auquel il fait face dans un territoire étranger;

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

- l'ampleur du risque de fluctuation du cours des devises étrangères.

Article 4 – Assujettissement à l'obligation d'accorder le meilleur cours

Nonobstant toute directive ou tout consentement de la part du client, le fait d'accorder la « meilleure exécution » à l'égard d'un ordre client est assujetti au respect de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » tel que prévu à la règle 5.2. Dans le même ordre d'idées, si un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada est pris en ligne de compte afin de procurer au client la « meilleure exécution », le participant a une obligation envers les ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés qui peuvent s'imposer en vue du respect de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » en vertu de la règle 5.2.

2. L'article 4 de la Politique 7.1 est modifié par l'ajout du texte suivant après la première phrase :

Un participant devrait avoir un processus en place afin de « s'efforcer avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». Le processus devrait permettre au participant d'évaluer si la « meilleure exécution » a été obtenue et si le participant « s'est efforcé avec diligence » d'obtenir la meilleure exécution d'un ordre client déterminé, y compris le fait de se fier à ce processus.

3. Le texte suivant est ajouté à titre d'article 3 de la Politique 8.1 :

Article 3 – Facteurs à examiner afin d'établir le « meilleur cours disponible »

Le cours de l'opération pour compte propre doit également se justifier selon la conjoncture du marché. Les participants devraient tenir compte notamment des facteurs suivants :

- le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes;
- la tendance du marché pour la négociation du titre;
- le volume affiché d'offres d'achat et d'offres de vente;
- l'importance de l'écart entre les cours;
- la liquidité du titre.

Par exemple, si le cours acheteur est de 10 $ et le cours vendeur de 10,50 $ et qu'un client veut vendre 1 000 actions, il est inacceptable pour un participant d'effectuer une transaction pour compte propre à 10,05 $ si le titre se négocie à grand volume à 10,50 $ et qu'il existe de nombreuses offres d'achat à 10,00 $ par rapport au nombre de titres offerts à 10,50 $. L'état du marché semble

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

indiquer que le client devrait pouvoir vendre à un meilleur prix que 10,05 $. Par conséquent, le participant, en sa qualité de mandataire du client, devrait afficher une offre à 10,45 $, voire à 10,50 $, selon les circonstances. Il faut toujours tenir compte du désir du client, qui souhaite faire exécuter son ordre rapidement.

Bien entendu, si un client consent expressément et en toute connaissance de cause à une transaction pour compte propre, il est raisonnable de suivre ses directives.

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

Annexe « B »

Règles universelles d'intégrité du marché

Libellé des Règles et des Politiques surlignées afin d'indiquer les modifications proposées concernant la meilleure exécution

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
5.1 Exécution d'ordres clients au meilleur cours Un participant s'efforce avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances.	**5.1 Exécution d'ordres clients au meilleur cours** Un participant s'efforce avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ~~pour le client le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché~~.
8.1 Exécution d'ordres clients pour compte propre (1) Le participant qui reçoit un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard d'un titre ayant une valeur d'au plus 100 000 $ peut exécuter l'ordre client contre un ordre propre ou un ordre non-client à un meilleur cours à condition qu'il ait pris des mesures raisonnables pour s'assurer que le cours est le meilleur cours disponible pour le client selon la conjoncture du marché.	**8.1 Exécution d'ordres clients pour compte propre** (1) Le participant qui reçoit un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard d'un titre ayant une valeur d'au plus 100 000 $ peut exécuter l'ordre client contre un ordre propre ou un ordre non-client à un meilleur cours à condition qu'il ait pris des mesures raisonnables pour s'assurer que le cours est le meilleur cours disponible pour le client selon la conjoncture du marché ~~compte tenu des conditions du marché à ce moment là~~.
POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours **Article 1 – Facteurs généraux à examiner** En recherchant les « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances », l'autorité de contrôle du marché s'attendrait d'un participant qu'il tienne compte d'un certain nombre de facteurs généraux, notamment les suivants : • le cours auquel la transaction aurait lieu; • la rapidité d'exécution; • la certitude d'exécution; • le coût global de l'opération. Ces quatre grands facteurs englobent des examens davantage précis, portant, par exemple, sur la taille de l'ordre, la fiabilité des cotations, la liquidité, l'incidence sur le marché (le mouvement du prix qui se produit dans le cadre de l'exécution d'un ordre) et le coût de renonciation (l'occasion perdue d'obtenir un meilleur cours lorsqu'un ordre n'est pas comblé au moment le plus avantageux). Le coût global de l'opération est censé inclure, le cas échéant, tous les coûts associés au fait d'accéder à un ordre ou d'exécuter une transaction, lesquels sont répercutés sur le client, y compris les frais découlant de la négociation sur un marché déterminé, les frais de jitney (c.-à-d., tous frais imputés entre des courtiers afin de fournir un accès à la négociation) et	**POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours** **Article 1 – Facteurs généraux à examiner** En recherchant les « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances », l'autorité de contrôle du marché s'attendrait d'un participant qu'il tienne compte d'un certain nombre de facteurs généraux, notamment les suivants : • le cours auquel la transaction aurait lieu; • la rapidité d'exécution; • la certitude d'exécution; • le coût global de l'opération. Ces quatre grands facteurs englobent des examens davantage précis, portant, par exemple, sur la taille de l'ordre, la fiabilité des cotations, la liquidité, l'incidence sur le marché (le mouvement du prix qui se produit dans le cadre de l'exécution d'un ordre) et le coût de renonciation (l'occasion perdue d'obtenir un meilleur cours lorsqu'un ordre n'est pas comblé au moment le plus avantageux). Le coût global de l'opération est censé inclure, le cas échéant, tous les coûts associés au fait d'accéder à un ordre ou d'exécuter une transaction, lesquels sont répercutés sur le client, y compris les frais découlant de la négociation sur un marché déterminé, les frais de jitney (c.-à-d., tous frais imputés entre des courtiers afin de fournir un accès à

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

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
les coûts liés au règlement. En examinent les circonstances, les participants devraient tenir compte de « la conjoncture du marché » et, notamment, des facteurs suivants : • le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes; • la tendance du marché pour la négociation du titre; • le volume affiché d'offres d'achat et d'offres de vente; • l'importance de l'écart entre les cours; • la liquidité du titre.	la négociation) et les coûts liés au règlement. ~~Par exécution au meilleur cours, on entend une période raisonnable au cours de laquelle l'ordre est traité, et non uniquement le moment précis auquel il est exécuté. Le prix de la transaction pour compte propre doit aussi être justifié par la situation du marché.~~ En examinent les circonstances, les ~~Les~~ participants devraient ~~doivent~~ tenir compte de « la conjoncture du marché » et, notamment, des facteurs suivants : • le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes; • la tendance du marché pour la négociation du titre; • le volume affiché d'offres d'achat et d'offres de vente; • l'importance de l'écart entre les cours; • la liquidité du titre. ~~Par exemple, si le cours acheteur est de 10 $ et le cours vendeur de 10,50 $ et qu'un client veut vendre 1 000 actions, il est inacceptable pour un participant d'effectuer une transaction pour compte propre à 10,05 $ si le titre se négocie à grand volume à 10,50 $ et qu'il existe de nombreuses offres d'achat à 10 $ par rapport au nombre de titres offerts à 10,50 $. L'état du marché semble indiquer que le client devrait pouvoir vendre à un meilleur prix que 10,05 $. Par conséquent, le participant, en sa qualité de mandataire du client, devrait afficher une offre à 10,45 $, voire à 10,50 $, selon les circonstances. Il faut toujours tenir compte du désir du client, qui souhaite faire exécuter son ordre rapidement.~~ ~~Bien entendu, si un client consent expressément et en toute connaissance de cause à une transaction pour compte propre, il est raisonnable de suivre ses instructions.~~
POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours **Article 2 – Facteurs déterminés à examiner** Afin d'établir si un participant s'est acquitté avec diligence de l'obligation d'assurer la meilleure exécution d'un ordre client, l'autorité de contrôle du marché examine un certain nombre de facteurs déterminés, notamment les suivants : • toute directive précise du client concernant l'exécution de l'ordre; • le fait que le participant a tenu compte d'ordres sur un marché qui a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client; • le fait que le participant a tenu compte de la liquidité possible sur des marchés qui n'assurent pas la transparence d'ordres dans un affichage consolidé du marché si les conditions suivantes sont réunies :	**POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours** **Article 2 – Facteurs déterminés à examiner** Afin d'établir si un participant s'est acquitté avec diligence de l'obligation d'assurer la meilleure exécution d'un ordre client, l'autorité de contrôle du marché examine un certain nombre de facteurs déterminés, notamment les suivants : • toute directive précise du client concernant l'exécution de l'ordre ~~dans les délais prévus~~; • ~~le fait que des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada ont été envisagés (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se situe à l'extérieur du Canada);~~ • le fait que le participant a tenu compte d'ordres sur un marché qui a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client;

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

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
o le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant afin d'assurer l'exécution intégrale de l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client, o le marché non transparent a indiqué qu'il existe une vraisemblance raisonnable qu'il disposera d'une liquidité à l'égard du titre donné.	• le fait que le participant a tenu compte de la liquidité possible sur des marchés qui n'assurent pas la transparence d'ordres dans un affichage consolidé du marché si les conditions suivantes sont réunies : o le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant afin d'assurer l'exécution intégrale de l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client, o le marché non transparent a indiqué qu'il existe une vraisemblance raisonnable qu'il disposera d'une liquidité à l'égard du titre donné.
POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours **Article 3 – Prise en compte de marchés organisés réglementés** Afin d'établir s'il convient d'envisager l'exécution d'un ordre client sur un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada, le participant peut tenir compte, en plus des facteurs énoncés aux articles 1 et 2, des facteurs suivants : • la liquidité disponible affichée sur un marché par rapport à la taille de l'ordre client; • l'ampleur de la négociation à l'égard d'un titre donné sur le marché organisé réglementé par rapport au volume de négociation sur des marchés; • l'ampleur du risque lié au règlement auquel il fait face dans un territoire étranger; • l'ampleur du risque de fluctuation du cours des devises étrangères.	**POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours** **Article 3 – Prise en compte de marchés organisés réglementés** Afin d'établir s'il convient d'envisager l'exécution d'un ordre client sur un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada, le participant peut tenir compte, en plus des facteurs énoncés aux articles 1 et 2, des facteurs suivants : • la liquidité disponible affichée sur un marché par rapport à la taille de l'ordre client; • l'ampleur de la négociation à l'égard d'un titre donné sur le marché organisé réglementé par rapport au volume de négociation sur des marchés; • l'ampleur du risque lié au règlement auquel il fait face dans un territoire étranger; • l'ampleur du risque de fluctuation du cours des devises étrangères.
POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours **Article 4 – Assujettissement à l'obligation d'accorder le meilleur cours** Nonobstant toute directive ou tout consentement de la part du client, le fait d'accorder la « meilleure exécution » à l'égard d'un ordre client est assujetti au respect de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » tel que prévu à la règle 5.2. Dans le même ordre d'idées, si un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada est pris en ligne de compte afin de procurer au client la « meilleure exécution », le participant a une obligation envers les ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés qui peuvent s'imposer en vue du respect de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » en vertu de la règle 5.2.	**POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours** **Article 4 – Assujettissement à l'obligation d'accorder le meilleur cours** Nonobstant toute directive ou tout consentement de la part du client, le fait d'accorder la « meilleure exécution » à l'égard d'un ordre client est assujetti au respect de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » tel que prévu à la règle 5.2. Dans le même ordre d'idées, si un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada est pris en ligne de compte afin de procurer au client la « meilleure exécution », le participant a une obligation envers les ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés qui peuvent s'imposer en vue du respect de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » en vertu de la règle 5.2.

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

Politique 7.1 – Obligations de supervision de la négociation **Article 4 – Procédures précises concernant la priorité aux clients et l'exécution au meilleur cours** Les participants doivent avoir des procédures de conformité écrites raisonnablement conçues pour que leurs transactions ne violent pas le paragraphe 5.3 ou 5.1 des Règles. Les procédures de conformité écrites doivent au moins porter sur la formation des employés et la surveillance après les opérations. Les procédures de conformité du participant ont pour but de veiller à ce que les négociateurs professionnels ne réalisent pas sciemment de transactions avant les ordres clients. Cela se produirait si la saisie d'un ordre client sur un marché était retenue et qu'une personne ayant connaissance de cet ordre client saisisse un autre ordre qui sera exécuté avant l'ordre client. Cela pourrait enlever au premier client une occasion de transaction. Les paragraphes 5.3 et 5.1 des Règles autorisent la retenue d'un ordre pour examen normal et traitement de l'ordre puisque cela se fait pour que le client obtienne un meilleur cours. Pour que les procédures de conformité écrites des participants soient efficaces, elles doivent traiter des cas problèmes éventuels lorsque des occasions de transaction peuvent être enlevées à des clients. …	**Politique 7.1 – Obligations de supervision de la négociation** **Article 4 – Procédures précises concernant la priorité aux clients et l'exécution au meilleur cours** Les participants doivent avoir des procédures de conformité écrites raisonnablement conçues pour que leurs transactions ne violent pas le paragraphe 5.3 ou 5.1 des Règles. Un participant devrait avoir un processus en place afin de « s'efforcer avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». Le processus devrait permettre au participant d'évaluer si la « meilleure exécution » a été obtenue et si le participant « s'est efforcé avec diligence » d'obtenir la meilleure exécution d'un ordre client déterminé, y compris le fait de se fier à ce processus. Les procédures de conformité écrites doivent au moins porter sur la formation des employés et la surveillance après les opérations. Les procédures de conformité du participant ont pour but de veiller à ce que les négociateurs professionnels ne réalisent pas sciemment de transactions avant les ordres clients. Cela se produirait si la saisie d'un ordre client sur un marché était retenue et qu'une personne ayant connaissance de cet ordre client saisisse un autre ordre qui sera exécuté avant l'ordre client. Cela pourrait enlever au premier client une occasion de transaction. Les paragraphes 5.3 et 5.1 des Règles autorisent la retenue d'un ordre pour examen normal et traitement de l'ordre puisque cela se fait pour que le client obtienne un meilleur cours. Pour que les procédures de conformité écrites des participants soient efficaces, elles doivent traiter des cas problèmes éventuels lorsque des occasions de transaction peuvent être enlevées à des clients. …
Politique 8.1 Exécution d'ordres clients pour compte propre **Article 3 – Facteurs à examiner afin d'établir le « meilleur cours disponible »** Le cours de l'opération pour compte propre doit également se justifier selon la conjoncture du marché. Les participants devraient tenir compte notamment des facteurs suivants : • le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes; • la tendance du marché pour la négociation du titre; • le volume affiché d'offres d'achat et d'offres de vente; • l'importance de l'écart entre les cours; • la liquidité du titre. Par exemple, si le cours acheteur est de 10 $ et le cours vendeur de 10,50 $ et qu'un client veut vendre 1 000 actions, il est inacceptable pour un participant d'effectuer une transaction pour compte propre à 10,05 $ si le titre se négocie à grand volume à 10,50 $ et qu'il existe de nombreuses offres d'achat à 10,00 $ par rapport au nombre de titres offerts à 10,50 $. L'état du marché semble indiquer que le client devrait pouvoir vendre à un meilleur prix que 10,05 $. Par conséquent, le participant, en sa qualité de	**Politique 8.1 Exécution d'ordres clients pour compte propre** **Article 3 – Facteurs à examiner afin d'établir le « meilleur cours disponible »** Le cours de l'opération pour compte propre doit également se justifier selon la conjoncture du marché. Les participants devraient tenir compte notamment des facteurs suivants : • le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes; • la tendance du marché pour la négociation du titre; • le volume affiché d'offres d'achat et d'offres de vente; • l'importance de l'écart entre les cours; • la liquidité du titre. Par exemple, si le cours acheteur est de 10 $ et le cours vendeur de 10,50 $ et qu'un client veut vendre 1 000 actions, il est inacceptable pour un participant d'effectuer une transaction pour compte propre à 10,05 $ si le titre se négocie à grand volume à 10,50 $ et qu'il existe de nombreuses offres d'achat à 10,00 $ par rapport au nombre de titres offerts à 10,50 $. L'état du marché semble indiquer que le client devrait pouvoir vendre à un meilleur prix que 10,05 $. Par conséquent, le participant,

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

mandataire du client, devrait afficher une offre à 10,45 $, voire à 10,50 $, selon les circonstances. Il faut toujours tenir compte du désir du client, qui souhaite faire exécuter son ordre rapidement. Bien entendu, si un client consent expressément et en toute connaissance de cause à une transaction pour compte propre, il est raisonnable de suivre ses directives.	en sa qualité de mandataire du client, devrait afficher une offre à 10,45 $, voire à 10,50 $, selon les circonstances. Il faut toujours tenir compte du désir du client, qui souhaite faire exécuter son ordre rapidement. Bien entendu, si un client consent expressément et en toute connaissance de cause à une transaction pour compte propre, il est raisonnable de suivre ses directives.

Avis relatif à l'intégrité du marché

Avis de consultation

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

20 avril 2007 N° 2007-009

Acheminement suggéré
- Négociation
- Affaires juridiques et Conformité

Sujets principaux
- Personne ayant droit d'accès
- Système de négociation parallèle
- Accès parrainé par un courtier
- Accès direct au marché
- Compte institutionnel
- Client institutionnel
- Participant
- Surveillance de la négociation

DISPOSITIONS CONCERNANT L'ACCÈS AUX MARCHÉS

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis du fait que, le 30 janvier 2007, le Conseil d'administration de Services de réglementation du marché inc. a approuvé en vue de la publication des modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché concernant divers aspects de l'accès aux marchés. En particulier, les modifications :

- harmoniseraient les exigences aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché pour qu'elles soient conformes aux modifications proposées par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières à la Norme canadienne 23-101;
- prévoiraient une définition de l'*accès parrainé par un courtier* (soit, généralement, ce que l'on appelle un « accès direct au marché »);
- établiraient des exigences pour qu'un *participant* fournisse des renseignements à Services de réglementation du marché inc. à l'égard de chaque personne à laquelle un *accès parrainé par un courtier* a été accordé;
- élargiraient la définition de :
  - *personne ayant droit d'accès* afin d'inclure toute personne (autre qu'un *participant*) à qui un *participant* a accordé un *accès parrainé par un courtier*,
  - *participant* afin d'inclure certains courtiers à qui un *accès parrainé par un courtier* a été accordé;
- exigeraient que chaque *personne ayant droit d'accès* conclue une entente avec Services de réglementation du marché inc. comme condition préalable à l'obtention d'un accès à un marché;
- exigeraient que chaque personne qui a le droit de

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

saisir des ordres pour le compte d'une *personne ayant droit d'accès* sur un marché ait respecté certaines normes minimales en matière de formation à l'égard des Règles universelles d'intégrité du marché et d'autres exigences réglementaires régissant la négociation de titres sur les marchés;

- établiraient certaines obligations en matière de supervision de la négociation pour un système de négociation parallèle à l'égard d'ordres saisis par un adhérent qui n'est pas un courtier en placement.

Renvois aux dispositions des RUIM

- Règle 1.1 – Définitions – *personne ayant droit d'accès* et *participant*
- Règle 2.1 – Principes d'équité dans le commerce
- Règle 2.2 – Activités manipulatrices et trompeuses
- Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert
- Règle 6.2 – Désignations et identificateurs
- Règle 7.2 – Obligations de compétence
- Règle 10.16 – Obligations de veiller aux intérêts du client imposées aux administrateurs, dirigeants et employés de participants et de personnes ayant droit d'accès

Renvois aux Avis relatifs à l'intégrité du marché

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2003-014 – *Sollicitation de commentaires – Définition de «personne ayant droit d'accès »* (27 juin 2003)
- Avis relatif à l'intégrité du marché

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

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

2005-005 – *Avis de retrait d'une modification proposée – Définition de « personne ayant droit d'accès »* (4 mars 2005)

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-010 – *Orientation – Exigences en matière de conformité à l'égard de la négociation au moyen d'un accès parrainé par un courtier* (20 avril 2007)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-011 – *Orientation – Exigences en matière de conformité à l'égard des services d'opérations exécutées sans conseils* (20 avril 2007)

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

DISPOSITIONS CONCERNANT L'ACCÈS AUX MARCHÉS

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis du fait que, le 30 janvier 2007, le Conseil d'administration de Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a approuvé en vue de la publication des modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant divers aspects de l'accès aux marchés (les « modifications proposées »). Certaines des modifications proposées sont consécutives à des modifications apportées à la Norme canadienne 21-101 (la « Norme sur le fonctionnement du marché ») et à la Norme canadienne 23-101 (les « Règles de négociation des ACVM »), lesquelles sont proposées (la « proposition des ACVM relative à l'accès direct »)[1] simultanément par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM »). En particulier, les modifications :

- prévoiraient une définition de l'*accès parrainé par un courtier* (« APC ») (soit, généralement, ce que l'on appelle un « accès direct au marché »);
- établiraient des exigences pour qu'un *participant* fournisse des renseignements à SRM à l'égard de chaque personne à laquelle un APC a été accordé;
- élargiraient la définition de :
  - *personne ayant droit d'accès* afin d'inclure toute personne (autre qu'un *participant*) à qui un *participant* a accordé un APC,
  - *participant* afin d'inclure certains courtiers à qui un APC a été accordé;
- exigeraient que chaque *personne ayant droit d'accès* conclue une entente avec SRM comme condition préalable à l'obtention d'un accès à un marché;
- exigeraient que chaque personne qui a le droit de saisir des ordres pour le compte d'une *personne ayant droit d'accès* sur un marché ait respecté certaines normes minimales en matière de formation à l'égard des RUIM et d'autres exigences réglementaires régissant la négociation de titres sur les marchés;
- établiraient certaines obligations en matière de supervision de la négociation pour un système de négociation parallèle (« SNP ») à l'égard d'ordres saisis par un adhérent qui n'est pas un courtier en placement.

Compte tenu de l'élargissement de la définition :

- de *personne ayant droit d'accès*, un client bénéficiant d'un APC, autre qu'un *participant* (un « client bénéficiant d'un APC ») serait tenu de se conformer à certaines dispositions des RUIM (se rapportant principalement à la transparence et à la loyauté dans le

[1] Se reporter à la rubrique « Proposition des ACVM relative à l'accès direct » aux pages 14 et 15 du présent Avis relatif à l'intégrité du marché. Il y a également 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 – *Projet de règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, Projet de règlement modifiant le Règlement 23-101 sur le règles de négociation et projet de modification des Règles universelles d'intégrité du marché* (20 avril 2007).

commerce, à des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses, à des ordres et transactions irréguliers et aux ventes à découvert) et serait assujetti à des procédures disciplinaires en cas de violation de ces dispositions des RUIM;

- de *participant*, un courtier bénéficiant d'un APC qui n'est pas par ailleurs membre d'une bourse (une « bourse »), utilisateur d'un système de cotation et de déclaration d'opérations (« SCDO ») ou adhérent à un SNP et qui est en mesure d'agir en qualité d'intermédiaire pour le comte de clients à l'égard de titres négociés sur un marché deviendrait assujetti aux RUIM.

Processus d'établissement des règles

SRM a été reconnue comme organisme d'autoréglementation par la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers du Québec (les « autorités de reconnaissance ») et, en tant que tel, elle est autorisée à agir en qualité de fournisseur de services de réglementation aux fins de la Norme sur le fonctionnement du marché et des Règles de négociation des ACVM.

En qualité de fournisseur de services de réglementation, SRM administre et applique les règles de négociation pour les marchés qui ont retenu ses services. SRM a adopté, et les autorités de reconnaissance ont approuvé, les RUIM comme règles de négociation en matière d'intégrité qui s'appliquent à tout marché qui retient les services de SRM en qualité de fournisseur de services de réglementation. Présentement, les services de SRM ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation pour la Bourse de Toronto (la « TSX »), la Bourse de croissance TSX (la « BC TSX ») et Canadian Trading and Quotation System (« CNQ »), chacune en tant que bourse et par Bloomberg Tradebook Canada Company (« Bloomberg »), Liquidnet Canada Inc. (« Liquidnet »), Perimeter Markets Inc. (« BlockBook »), Shorcan ATS Limited (« Shorcan ») et TriAct Canada Marketplace LP (« TriAct ») chacune en tant que SNP. CNQ est présentement exploitée en tant que « marché de rechange » connu sous le nom de « Pure Trading » et qui a le droit de négocier des titres cotés sur les autres bourses, négociant actuellement des titres cotés à la TSX.

Le Comité consultatif sur les règles (« CCR ») de SRM a examiné les modifications proposées. Le CCR est un comité consultatif formé de représentants de chacun des marchés pour lesquels SRM agit en qualité de fournisseur de services de réglementation, soit des *participants*, des investisseurs institutionnels et des adhérents et des membres du milieu juridique et de la conformité.

Les modifications aux RUIM entreront en vigueur dès leur approbation par les autorités de reconnaissance après avis public et commentaires et ratifications des modifications par le Conseil d'administration. Certaines des modifications proposées sont consécutives à la proposition des ACVM relative à l'accès direct. Les autorités de reconnaissance examineront les modifications proposées dans le contexte de toutes modifications approuvées à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux Règles de négociation des ACVM en conséquence de la proposition des ACVM relative à l'accès direct.

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

Le libellé des modifications proposées est énoncé à l'Annexe A. Les commentaires sur les modifications proposées devraient être consignés par écrit et présentés à la personne suivante avant le **19 juillet 2007** :

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

Télécopieur : 416-646-7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

Un exemplaire devrait également être fourni aux autorités de reconnaissance en le transmettant à la personne suivante :

Cindy Petlock
Directrice, Réglementation du marché
Division des marchés des capitaux
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Bureau 1903, C.P. 55,
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3S8

Télécopieur : (416) 595-8940
Courriel : cpetlock@osc.gov.on.ca

Les auteurs de commentaires devraient savoir qu'un exemplaire de leur lettre de commentaires sera disponible publiquement sur le site Internet de SRM (www.rs.ca sous la rubrique « Réglementation ») après que la période des commentaires est venue à échéance. Un résumé des commentaires contenus dans chaque présentation sera également inclus dans un Avis relatif à l'intégrité du marché portant sur la révision ou l'approbation des modifications proposées.

Contexte des modifications proposées

Application des RUIM aux membres, utilisateurs et adhérents

Présentement, les RUIM imposent des obligations de conformité aux *participants* et aux *personnes ayant droit d'accès*. Un résumé des obligations imposées par les RUIM aux divers intervenants du marché est énoncé en Annexe B. Essentiellement, la Règle 1.1 des Règles définit un *participant* comme un courtier en valeurs mobilières dans un territoire canadien qui est membre d'une bourse, utilisateur d'un SCDO ou adhérent à un SNP. La Règle 1.1 des RUIM définit également une *personne ayant droit d'accès* comme une personne, autre qu'un *participant*, qui est un utilisateur d'un SCDO ou un adhérent à un SNP. La Norme sur le fonctionnement du marché n'exige pas que les adhérents à un SNP se limitent aux personnes

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

qui sont des courtiers inscrits en vertu de la législation en valeurs mobilières. Lorsqu'un SNP demande son agrément auprès d'une commission des valeurs mobilières, le SNP doit indiquer les « catégories d'adhérents (p. ex. : courtier, institution ou client de détail) »[2].

La *Loi sur la Bourse de Toronto* autorise la TSX à établir des catégories de personnes autres que des courtiers qui sont autorisées à négocier à la TSX.[3] Présentement, la TSX fournit un accès aux « négociateurs indépendants », essentiellement des teneurs du marché des dérivés à la Bourse de Montréal qui ne sont pas inscrits en tant que courtiers aux fins de la législation en valeurs mobilières mais qui sont considérés des *participants* aux fins des RUIM. La Politique 2-501 de la TSX permet à un *participant* d'accorder l'accès à son système d'acheminement des ordres à divers clients institutionnels nationaux et étrangers et à des clients au détail par l'entremise de comptes d'exécution d'ordres (essentiellement des comptes à l'égard desquels le *participant* n'est pas tenu d'examiner les ordres en vue d'en assurer le caractère convenable).

Conformément à l'ordonnance de reconnaissance de CNQ en tant que bourse, les personnes à qui un accès peut être accordé à CNQ se limitent aux courtiers inscrits qui sont membres d'un organisme d'autoréglementation reconnu. Tant Shorcan que TriAct n'autorisent que des courtiers inscrits à devenir adhérents à leur marché (et Shorcan impose la condition supplémentaire que le courtier ne peut saisir que des ordres pour compte propre sur Shorcan). Ainsi, chaque membre de CNQ et chaque adhérent à Shorcan ou TriAct sera admissible en qualité de *participant* aux fins des RUIM.

Actuellement, Bloomberg, Liquidnet et BlockBook ont chacune établi des critères en vue de l'accès à leur marché, de sorte que chaque adhérent serait admissible en qualité de « client institutionnel » aux fins du Principe directeur n° 4 – *Normes minimales concernant l'ouverture, le fonctionnement et la surveillance des comptes institutionnels* de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (« le Principe directeur n° 4 de l'ACCOVAM »)[4]. Chacun de ces adhérents constituerait une *personne ayant droit d'accès* aux fins des RUIM. En outre,

---

2 Annexe 21-101A2 – Rapport initial sur le fonctionnement du système de négociation parallèle.

3 *Loi sur la Bourse de Toronto*, L.R.O. 1990, c. T.15, al. 13.0.8(1)c).

4 Le Principe directeur n° 4 de l'ACCOVAM – *Normes minimales concernant l'ouverture, le fonctionnement et la surveillance des comptes institutionnels* prévoit cinq grandes catégories de personnes qui seraient considérées des « clients institutionnels », notamment :

- les contreparties agréées au sens du Formulaire 1 de l'ACCOVAM – Rapport et questionnaire financiers réglementaires uniformes (« RQFRU »);
- les institutions agréées au sens du RQFRU;
- les entités réglementées au sens du RQFRU;
- les personnes inscrites (autres que les personnes physiques) en vertu des lois sur les valeurs mobilières;
- une personne autre qu'une personne physique qui administre ou gère des titres ayant une valeur globale supérieure à 10 millions de dollars.

Dans le cadre de ces exigences, l'ACCOVAM publie annuellement une liste non exhaustive d'entités qui constituent des « contreparties agréées » et des « institutions agréées ». La dernière liste figurait dans l'Avis sur la réglementation des membres 417 publié le 10 août 2006 et faisait état de 3 598 entités qui se qualifiaient soit en qualité de « contrepartie agréée » soit en qualité d'« institution agréée ». L'Avis sur la réglementation des membres 417 a également énuméré les 17 pays qui se qualifiaient alors comme « pays signataires de l'Accord de Bâle » et 22 bourses et associations dont les membres se qualifieraient à titre d'« entités réglementées ».

BlockBook permet aux courtiers inscrits d'être des adhérents à son marché et tout courtier qui adhère à BlockBook serait considéré un *participant* aux fins des RUIM.

Accès direct au marché à plusieurs marchés

Présentement, la TSX et la BC TSX prévoient un « accès direct » par certains clients de *participants* qui sont membres des bourses. Tant la TSX que la BC TSX ont proposé de modifier leurs règles et politiques applicables régissant l'« accès direct ». CNQ a adopté des règles qui permettent l'« accès direct » au marché de rechange « Pure Trading » qui sont fondées sur les exigences actuelles de la TSX. Les exigences actuelles de chacune des bourses à l'égard de la fourniture de l'accès direct sont expliquées ci-dessous :

Bourse de Toronto

Le 13 janvier 2006, la TSX a publié un Avis de consultation sur les modifications proposées aux Politiques 2-501 et 2-502 de la TSX concernant l'admissibilité des clients à se voir octroyer un accès direct et les conditions établies en vue de la fourniture de cet accès.[5] Aux termes de la proposition, la TSX élargirait la catégorie de clients qui seraient admissibles à se voir octroyer un accès direct afin d'inclure toute personne qui constituerait un « client institutionnel » aux fins du Principe directeur n° 4 de l'ACCOVAM. Afin de s'assurer que les personnes autres que les personnes physiques dont le total des titres administrés ou gérés et dépassant 10 millions de dollars (les « autres clients institutionnels ») soient assujetties à une surveillance réglementaire suffisante, la TSX a proposé de limiter l'octroi de l'accès direct au marché aux personnes domiciliées dans l'un des pays signataires de l'Accord de Bâle. Aux termes de la proposition de la TSX, un courtier en valeurs mobilières qui ne constitue pas une organisation participante de la TSX serait admissible en qualité de « client admissible » et pourrait obtenir un APC à la TSX. La proposition de la TSX demeure assujettie à l'approbation de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

Bource de croissance TSX

Avec prise d'effet le 31 mai 2004, la BC TSX a adopté les « Règles d'accès direct » (soit les Règles C.2.51 à C.2.53 de la BC TSX) qui calquent les dispositions comparables à la TSX. La seule divergence importante par rapport aux dispositions de la TSX était une exigence imposée par les autorités en valeurs mobilières à l'approbation des Règles d'accès direct qu'un participant attribue un identificateur unique à chaque client à qui l'accès direct au marché avait été accordé et que cet identificateur soit inclus sur chaque ordre transmis à la BC TSX. Si les modifications proposées en janvier 2006 par la TSX aux Politiques 2-501 et 2-502 de la TSX concernant l'admissibilité des clients sont approuvées, il est anticipé que des modifications correspondantes soient apportées aux Règles d'accès direct de la BC TSX.

[5] Publié en anglais sous la référence OSC Bulletin, (2006) 29 OSCB 471.

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

CNQ

Dernièrement, CNQ a inauguré des règles se rapportant à l'APC qui fournissent un accès au « marché de rechange de CNQ », soit une fonction appelée « Pure Trading » qui négocie présentement tous les titres inscrits à la cote de la TSX et qui, conformément à l'ordonnance de reconnaissance de CNQ en tant que bourse, peut négocier des titres inscrits à quelque bourse que ce soit. Les règles de CNQ calquent de près les dispositions existantes de la TSX mais n'ont pas tenu compte des modifications proposées par la TSX dans sa publication du 13 janvier 2006.[6]

Lorsque CNQ a proposé ses règles sur l'APC, SRM a suggéré, dans une lettre de commentaires datée du 7 novembre 2005, qu'il conviendrait de permettre à un « client admissible » d'un courtier CNQ qui possède un accès direct à la CNQ de bénéficier d'un accès direct au marché de rechange de CNQ en vue de négocier des titres cotés à la TSX. De façon semblable, un client ayant un accès direct à la BC TSX devrait pouvoir avoir un accès direct au marché de rechange de CNQ en vue de négocier des titres inscrits à la BC TSX. Selon cette formulation, il importerait aucunement qu'il y ait de légères variations à l'égard des exigences de la TSX et de la BC TSX ou de toute autre bourse reconnue et les modifications aux règles d'accès direct d'une bourse déterminée seraient « automatiquement » adoptées par CNQ (et les règles de CNQ ne seraient pas tenues d'être mises à jour afin de calquer chaque modification aux règles d'« accès direct » des autres bourses).

Systèmes de négociation parallèle

SRM est consciente du fait que certains SNP éventuels ont l'intention de permettre à leurs adhérents qui sont des *participants* de fournir un « accès direct » à leurs clients. Conformément à la Norme sur le fonctionnement du marché, un SNP n'est pas en mesure d'établir des « règles ». Plutôt, les dispositions qui régiraient l'octroi d'un accès direct par un adhérent seraient incluses comme modalité contractuelle dans la convention d'adhésion intervenue entre le SNP et l'adhérent. Les conditions établies par un SNP déterminé seraient sujettes à examen par l'autorité en valeurs mobilières dans chacun des territoires où le SNP exploite ses activités.[7]

Élaboration des modifications proposées

Le 27 juin 2003, SRM a proposé une modification aux RUIM afin d'élargir la définition d'une *personne ayant droit d'accès* de sorte à ce que des personnes ayant un « accès direct » au système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO auraient été tenues de se conformer à certaines des règles en matière d'intégrité contenues dans les RUIM (se rapportant principalement à la transparence et à la loyauté dans le commerce, aux pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses et aux ventes à découvert) et auraient été assujetties à des instances disciplinaires en cas de violation de ces dispositions des RUIM.[8] En fonction

6 Publié en anglais sous la référence (2006), 29 OSCB 6084, 6092.

7 Les conditions établies par un SNP déterminé seraient sujettes à examen et à approbation par l'autorité en valeurs mobilières compétente dans le contexte de la révision de l'Annexe 21-101A2 du SNP.

8 Avis relatif à l'intégrité du marché 2003-014 – *Sollicitation de commentaires – Définition de « personne ayant droit d'accès »* (27 juin 2003).

des commentaires reçus, le conseil d'administration de SRM a approuvé le retrait de la modification proposée de l'examen par les autorités de reconnaissance[9].

Après le retrait de la proposition de modification initiale, SRM a mis sur pied un « Groupe de travail sur les personnes ayant droit d'accès » se composant de tous les membres du Conseil, du CCR et de la direction de SRM afin de passer en revue diverses questions concernant l'application des RUIM aux *personnes ayant droit d'accès*. Le Groupe de travail sur les personnes ayant droit d'accès était préoccupé du fait que les marchés et les personnes qui ont accès à ces marchés devraient être sur un « pied d'égalité ». Le Groupe de travail sur les personnes ayant droit d'accès et le Conseil sont parvenus à la conclusion que les dispositions actuelles des RUIM pourraient créer une inégalité sous trois rapports :

- *Compétence inégale* – Un adhérent à un SNP est inclus dans la définition de *personne ayant droit d'accès* et, par conséquent, est assujetti à la compétence de SRM tandis qu'un client d'un *participant* bénéficiant d'un APC n'est pas présentement inclus dans la définition de *personne ayant droit d'accès* et, par conséquent, n'est pas assujetti à la compétence de SRM. Par exemple, si un client d'un *participant* qui est un membre de la TSX saisit des ordres sur le système de négociation de la TSX aux termes d'une entente d'interfaçage selon la Politique 2-501, ce client n'est pas assujetti aux dispositions des RUIM et, en particulier, n'est pas assujetti aux mesures disciplinaires ou d'application aux termes des RUIM. Par contre, si l'institution ou la personne est un adhérent à un SNP, elle ne serait pas considérée une *personne ayant droit d'accès* aux termes de la définition actuelle contenue dans les RUIM et serait assujettie à un sous-ensemble limité de dispositions des RUIM, notamment les suivantes :

  - l'obligation de faire preuve de transparence et de loyauté dans le commerce;
  - l'interdiction d'avoir recours à des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses;
  - l'interdiction de saisir un ordre dont la *personne ayant droit d'accès* sait ou devrait raisonnablement savoir qu'il n'est pas conforme à la législation en valeurs mobilières, aux exigences des marchés ou aux RUIM;
  - les restrictions applicables aux ventes à découvert.

  Certains SNP et leurs adhérents estiment que cette différence à l'égard de la compétence réglementaire constitue un avantage pour les clients bénéficiant d'un APC.

- *Application inégale des règles aux ordres* – Si un ordre est saisi sur un marché par un client bénéficiant d'un APC, cet ordre est présentement assujetti à une gamme de dispositions aux termes des RUIM qui ne s'appliqueraient pas si l'ordre avait été saisi par la même personne à titre d'adhérent à un SNP. Par exemple, présentement un *participant* a l'obligation aux termes de la Règle 5.2 des RUIM de combler des ordres « dotés d'un meilleur cours » sur d'autres marchés lorsqu'il exécute un ordre sur un marché déterminé, y compris un ordre saisi par un client bénéficiant d'un APC. Si le client n'était pas un *participant* et saisissait le même ordre sur un SNP, cet ordre ne

[9] Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-005 – *Avis de retrait d'une modification proposée – Définition de « personne ayant droit d'accès »* (4 mars 2005).

serait pas présentement assujetti à l'obligation envers les ordres dotés d'un meilleur cours sur d'autres marchés. Certains *participants* et clients bénéficiant d'un APC estiment que cette différence dans l'application des règles peut constituer un avantage pour les adhérents aux SNP.

- *Inégalités quant aux obligations de conformité* – Aux termes de la Partie 7 des RUIM, un *participant* a des responsabilités de surveillance et de conformité à l'égard de la négociation par ses clients bénéficiant d'un APC tandis qu'un SNP n'est pas astreint à des responsabilités en matière de surveillance ou de conformité aux termes des RUIM à l'égard de la négociation par ses adhérents nonobstant le fait que chaque SNP doit être inscrit en qualité de courtier. Certains *participants* estiment que ceci constitue un avantage pour les SNP.

SRM a, par conséquent, adopté comme objectif principal de niveler les chances entre les SNP et les *participants* et entre les adhérents des SNP et les clients bénéficiant d'un APC. SRM a adopté les critères suivants afin d'évaluer des méthodes de rechange en vue d'aplanir les exigences :

- *éviter des lacunes réglementaires* : toute disposition des RUIM qui aborde un risque pertinent devrait s'appliquer à l'ensemble des opérations pertinentes et à au moins une partie à l'égard de chaque ordre;
- *minimiser le chevauchement réglementaire inutile* : les dispositions des RUIM devraient s'appliquer à uniquement une partie à l'égard de chaque ordre, sauf s'il existe un motif valable pour que cette disposition s'applique à plus d'une partie;
- *permettre à SRM d'obtenir des renseignements de la meilleure source possible afin de mener une enquête sur les violations éventuelles* : les enquêtes menées par SRM seront plus efficaces dans la mesure où les parties disposant des renseignements pertinents sont assujetties à la compétence directe de SRM et sont tenues de collaborer dans le cadre des enquêtes menées par SRM;
- *imposer une responsabilité à la partie qui est en mesure de garantir la conformité moyennant le coût le plus faible* : une partie peut être en mesure de prendre les dispositions nécessaires afin de garantir la conformité aux RUIM moyennant un coût plus faible que les autres parties (par exemple, les SNP et les *participants* peuvent être en mesure de tirer parti d'économies d'échelle en élaborant des processus ou des systèmes internes qui peuvent alors être appliqués à l'ensemble des activités de leurs adhérents ou clients, plutôt que d'exiger que les adhérents ou les clients bénéficiant d'un APC élaborent ces processus ou systèmes individuellement);
- *imposer une responsabilité lorsqu'elle est le plus susceptible de modifier un comportement* : l'activité en matière d'application de SRM sera plus efficace dans la mesure où la partie qui est mieux à même de dépister et de prévenir des violations est assujettie à la compétence directe de SRM.

Lors de sa réunion du 24 avril 2006, le Conseil a approuvé en tant que concept l'ensemble suivant de dispositions en vue de réglementer la « négociation par accès direct » et la négociation sur les SNP :

1. Élargir la définition d'une *personne ayant droit d'accès* afin d'inclure les « clients ayant un accès direct » (à l'exclusion des comptes d'exécution d'ordres) et, à cette fin, un client à qui un accès direct est accordé à un SNP par l'entremise d'un *participant*-adhérent constituerait également une *personne ayant droit d'accès*;
2. Attribuer à chaque *personne ayant droit d'accès* un identificateur unique qui serait affixé à tous les ordres saisis sur un marché par cette *personne ayant un droit d'accès*, lequel identificateur serait transmis uniquement à SRM à des fins réglementaires;
3. Proposer que les ACVM modifient la Norme sur le fonctionnement du marché et les Règles de négociation des ACVM afin de rendre les SNP et les *participants* également responsables, lorsqu'ils ont accès aux mêmes renseignements, relativement à la surveillance des activités de négociation de leurs *personnes ayant droit d'accès*, et accorder à SRM la compétence déterminée de faire ce qui suit :
    - surveiller et faire respecter la conformité par les *personnes ayant droit d'accès* aux RUIM,
    - surveiller et faire respecter la conformité par les SNP aux responsabilités qui leur incombent;
4. Examiner si les règles et les politiques régissant la négociation par accès direct, y compris les exigences en matière d'admissibilité et de formation, devraient être administrées par SRM dans le cadre des RUIM de sorte à ce qu'elles soient constantes à l'égard de tous les marchés réglementés par SRM;
5. Examiner la question à savoir si un programme obligatoire de formation/d'agrément pour le personnel de clients ayant un « accès direct » devrait être mis sur pied;
6. S'assurer que chaque méthode possible de présentation d'un ordre électronique (c.-à-d., la négociation par « accès direct », la négociation au moyen d'un « compte d'exécution d'ordres » et toute méthode qui se trouve entre les deux) soit convenablement supervisée et réglementée.

Après consultation avec les autorités de reconnaissance et les autres membres des ACVM concernant la proposition aux fins de réflexion, le Conseil a abordé les éléments 1 et 2 en adoptant les modifications proposées. Simultanément à la publication du présent Avis de consultation, les ACVM ont publié la proposition des ACVM relative à l'accès direct qui, entre autres initiatives, aborde les questions visées aux points 3 et 5.[10] Des parties des modifications proposées seraient consécutives à l'adoption de la proposition des ACVM relative à l'accès direct et énonceraient des exigences déterminées qui devraient être établies par le fournisseur de services de réglementation.

Dans le cadre du présent Avis de consultation, SRM sollicite des commentaires déterminés sur des questions se rapportant à l'élément 4. (Il y a lieu de consulter la rubrique « Questions déterminées à l'égard desquelles des commentaires sont sollicités » aux pages 28 à 30.) Simultanément à la publication du présent Avis de consultation, SRM aborde l'élément 6 en publiant deux Avis relatifs à l'intégrité du marché concernant les obligations en matière de

[10] Il y a lieu de consulter la rubrique intitulée « Proposition des ACVM relative à l'accès direct » aux pages 14 et 15.

conformité d'un *participant* dans le cadre de la négociation par des clients bénéficiant d'un APC et la fourniture par un *participant* uniquement de services d'opérations exécutées sans conseils. Il y a lieu de consulter les Avis suivants :

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-010 - *Orientation – Exigences en matière de conformité à l'égard de la négociation au moyen d'un accès parrainé par un courtier* (20 avril 2007);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-011 - *Orientation – Exigences en matière de conformité à l'égard des services d'opérations exécutées sans conseils* (20 avril 2007).

Le Conseil estime que les six éléments de la proposition aux fins de réflexion présentent les avantages et désavantages suivants comparativement au statu quo :

Avantages par rapport au statu quo	Désavantages par rapport au statu quo
• « nivelle les chances » entre les SNP et les *participants* en les assujettissant à une responsabilité identique aux termes des RUIM à l'égard de la négociation par leurs « clients » lorsqu'ils ont accès aux mêmes renseignements	• crée un chevauchement réglementaire (c.-à-d., responsabilité éventuelle tant au niveau du *participant*-SNP qu'au niveau de la *personne ayant droit d'accès*) dans la mesure où les SNP et les *participants* seront assujettis à certaines obligations à l'égard de la négociation par leurs *personnes ayant droit d'accès*
• évite des lacunes réglementaires en attribuant des obligations déterminées aux termes des RUIM à toutes les parties pertinentes (SNP, *participants* et *personnes ayant droit d'accès*)	• l'imposition d'une responsabilité aux termes des RUIM aux clients ayant un accès direct peut avoir une incidence défavorable sur le volume d'affaires étrangères par accès direct que reçoivent les *participants*
• permet à SRM de solliciter des renseignements réglementaires directement de la meilleure source possible (c.-à-d., l'« âme dirigeante » de la transaction, soit la *personne ayant droit d'accès*)	
• impose une responsabilité aux termes des RUIM à l'« âme dirigeante » de la transaction, là où elle est le plus susceptible de modifier le comportement	

Dans l'ensemble, le Conseil est parvenu à la conclusion que les avantages du modèle proposé, comparativement au statu quo, étaient supérieurs aux désavantages.

Pour ce qui est du chevauchement réglementaire, la nature et la portée des obligations déterminées imposées aux SNP et aux *participants* établiront l'ampleur du chevauchement. Par conséquent, il est possible de le gérer en raffinant les responsabilités des SNP et des *participants* afin de réduire, dans la mesure du possible, tout chevauchement entre leurs responsabilités et les risques qui peuvent être abordés de manière satisfaisante au moyen de la surveillance en temps réel et de l'examen après les opérations de SRM. Toutefois, les responsabilités proposées à l'égard des *participants* et des SNP comportent un élément de chevauchement pour ce qui est de la surveillance exercée par SRM, principalement à l'égard de l'interaction entre les comptes et la négociation par « accès direct » et au moyen d'un accès qui n'est pas direct.

Proposition des ACVM relative à l'accès direct

Simultanément à la publication du présent Avis de consultation, les ACVM ont publié des modifications proposées à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux Règles de négociation des ACVM concernant, généralement, la meilleure exécution et l'accès[11]. Le texte suivant est le libellé des aspects clés de la proposition des ACVM relative à l'accès direct :

> De manière à aplanir les différences qui existent entre les obligations et à faire en sorte que les participants qui ne sont pas des courtiers soient assujettis aux mêmes règles qu'ils saisissent un ordre directement sur un SNP (à titre d'adhérent) ou au moyen d'un DMA, nous [les ACVM] proposons des modifications se rapportant à l'accès en général.
>
> Les ACVM proposent de définir « participant parrainé par un courtier » comme une personne ou société dont l'accès « direct » à un marché est assuré par un courtier (cette définition s'appliquerait uniquement aux clients institutionnels). Les ACVM croient qu'il est important de clarifier les obligations de toutes les parties : les marchés, les courtiers (que ce soit à titre de membres d'une bourse ou d'adhérents d'un SNP) et les participants parrainés par un courtier, canadiens ou étrangers.
>
> La bourse et le SNP ont tous deux la responsabilité de s'assurer que les candidats à l'octroi d'un « accès parrainé par un courtier » respectent les règles qui leur sont imposées ainsi que leurs obligations contractuelles. De même, la bourse serait tenue de surveiller les négociations des participants parrainés par un courtier et d'appliquer les règles soit directement, soit par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation. La bourse aurait également à établir à l'intention de ses membres des règles en matière d'examen et de déclaration des activités des participants parrainés par un courtier qui accèdent à la bourse par leur intermédiaire[12]. Le SNP serait obligé de faire appel à un fournisseur de services de réglementation pour la surveillance des transactions sur le système et de la conduite de ses adhérents et des participants parrainés par un courtier[13]. Il est également important de préciser qu'en matière de conformité, le SNP conserve une certaine part de responsabilité à l'égard de son marché dans les situations où il pourrait être mieux placé que le fournisseur de services de réglementation pour obtenir de l'information. Par exemple :
>
> - le SNP peut posséder sur les relations entre divers comptes d'adhérent du SNP de l'information qui peut permettre de détecter des types d'activités entre des comptes d'adhérent;
> - le SNP peut posséder de l'information sur les transactions échouées auxquelles avaient participé des adhérents qui soit utile pour la surveillance des ventes à découvert.
>
> Les ACVM reconnaissent que le SNP puisse ne pas être en mesure de surveiller les transactions en temps réel; toutefois, nous croyons qu'un examen subséquent peut être approprié, selon les circonstances. Le fournisseur de services de réglementation devrait

---

11 Se reporter à la rubrique intitulée « Accès direct », Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007, op. cit. 29.

12 Projet de Règlement modifiant le Règlement 23-101, article 7.1.

13 Projet de Règlement modifiant le Règlement 23-101, article 8.1.

établir (sous réserve des commentaires du public et de l'approbation des autorités de réglementation) les responsabilités du SNP à l'égard des activités de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier ainsi qu'à l'égard de la surveillance de ces activités.

Comme il a été mentionné précédemment, un ensemble limité de règles d'intégrité du marché s'applique actuellement aux adhérents du SNP. Les ACVM s'attendent à ce que ces exigences continuent de s'appliquer aux adhérents du SNP et qu'elles s'appliquent aux participants parrainés par un courtier, canadiens ou étrangers, qui ont un accès direct au SNP par l'entremise d'un courtier adhérent ou qui ont un accès direct à une bourse par l'entremise d'un membre. La bourse ou le fournisseur de services de réglementation serait en mesure d'imposer d'autres obligations aux participants parrainés par un courtier, sous réserve des commentaires du public et de l'approbation des autorités en valeurs mobilières compétentes[14].

Les ACVM proposent également que certaines obligations relatives à la formation s'appliquent aux participants parrainés par un courtier (soit la réussite de l'examen du Cours de formation à l'intention des négociateurs, auquel doivent actuellement se soumettre les courtiers qui négocient des titres cotés (à l'exclusion des dérivés) ou de tout autre examen relatif à un cours ou à une formation jugés acceptables par l'autorité en valeurs mobilières compétente et la bourse ou le fournisseur de services de réglementation concernés)[15].

Résumé des modifications proposées

Définition de l'accès parrainé par un courtier

Aux termes des modifications proposées, l'expression *accès parrainé par un courtier* serait définie comme le droit d'accès au système de négociation d'un marché, soit directement soit par l'intermédiaire d'une connexion électronique au système d'acheminement des ordres d'un *participant* que ce dernier a accordé à un client qui constitue un « client institutionnel » aux fins du Principe directeur n° 4 de l'ACCOVAM[16].

De l'avis de SRM, la définition d'un *accès parrainé par un courtier* exclut le traitement d'un ordre par un *participant* à l'égard duquel :

- le client n'est pas un « client institutionnel » aux fins du Principe directeur n° 4 de l'ACCOVAM;
- le *participant* fournit uniquement un « service d'opérations exécutées sans conseils »[17], qui, à cette fin, est jugé constituer le traitement, conformément aux exigences d'une autorité en valeurs mobilières ou d'une entité d'autoréglementation, d'un ordre client :

---

14 Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, partie 7.

15 Projet de Règlement modifiant le Règlement 23-101, articles 7.6 et 8.4.

16 Il y a lieu de consulter la note de pied de page 3 pour la définition d'un « client institutionnel » aux fins du Principe directeur n° 4 de l'ACCOVAM.

17 L'expression « service d'opérations exécutées sans conseils » est définie dans le Principe directeur n° 9 de l'ACCOVAM – *Normes minimales pour les membres qui désirent obtenir l'approbation en vertu de l'article 1(T) du Règlement 1300 pour une*

- que le *participant* n'a pas recommandé,
- à l'égard duquel le *participant* n'a pris en charge aucune responsabilité quant au caractère convenable de l'ordre compte tenu de la situation financière, des connaissances en matière de placement, des objectifs en matière de placement et de la tolérance au risque du client.

Aux termes des modifications proposées, un *participant* qui offre des services de « courtage à escompte » aux clients ne sera pas réputé fournir un *accès parrainé par un courtier*. Ainsi, toute personne à qui un accès à un marché est accordé conformément aux règles du marché ou aux dispositions contractuelles d'une convention d'adhésion à un SNP ne sera pas réputée bénéficier d'un APC. Par exemple, même si un client ayant un « compte d'exécution d'ordres » est un « client admissible » aux fins de la Règle et de la Politique 2-501 de la TSX, ce client d'un *participant* ne serait pas réputé s'être vu accorder un APC aux termes de la définition de *accès parrainé par un courtier* prévue dans les modifications proposées.

Élargissement de la définition d'une personne ayant droit d'accès et d'un participant

Aux termes des modifications proposées, la définition:

- d'un *participant* serait élargie afin d'inclure un courtier inscrit conformément à la législation en valeurs mobilières d'un territoire qui est en mesure d'agir en qualité d'intermédiaire pour le compte de clients à l'égard de titres négociés sur un marché et qui bénéficie d'un APC sans pour autant être membre d'une bourse, utilisateur d'un SCDO ou adhérent à un SNP;
- une *personne ayant droit d'accès* serait élargie afin d'inclure le client d'un *participant* à qui le *participant* a accordé un APC.

Aux termes de la proposition actuelle de la TSX en vue de modifier les Politiques 2-501 et 2-502 de la TSX, un courtier en valeurs mobilières qui n'est pas une organisation participante de la TSX serait tenu d'être admissible en qualité de « client admissible » et serait en mesure d'obtenir un APC à la TSX. La mise en œuvre de cette proposition constituerait la première fois qu'un courtier inscrit au Canada serait en mesure d'obtenir un accès direct à un marché sans devenir membre, utilisateur ou adhérent de ce marché. Au moment de l'élaboration des RUIM, SRM n'avait pas anticipé qu'un marché permettrait à un courtier canadien d'avoir un APC à ce marché et elle estimait que chaque marché continuerait à exiger d'un courtier canadien qui souhaitait un accès direct qu'il devienne un membre, utilisateur ou adhérent, selon le cas. De l'avis de SRM, un courtier bénéficiant d'un APC à un marché déterminé devrait être assujetti aux mêmes règles en matière d'intégrité qu'un courtier qui est membre, utilisateur ou adhérent de ce marché. De l'avis de SRM, il n'existe aucune raison sur le plan de la politique qui dispenserait un courtier bénéficiant d'un APC des diverses obligations envers les clients,

---

dispense d'évaluation de la convenance visant les opérations qui ne font pas l'objet d'une recommandation du membre comme « l'acceptation et […] l'exécution d'ordres de clients visant des opérations qui n'ont pas fait l'objet d'une recommandation de la part du membre et à l'égard desquelles le membre n'assume aucune responsabilité eu égard au caractère approprié ou à la convenance des opérations par rapport à la situation financière du client, ses connaissances en matière de placement, ses objectifs de placement de même que sa tolérance à l'égard du risque ».

notamment les exigences en matière de diffusion des ordres clients, de la priorité aux clients et de la négociation pour compte propre, uniquement en raison du fait que le courtier a choisi de profiter d'un type d'accès à un marché par rapport à l'accès davantage traditionnel en qualité de membre, utilisateur ou adhérent. La définition actuelle de *participant* ne fait mention que d'un « courtier ». Les modifications proposées limiteraient l'application du terme *participant* à un courtier qui est « un courtier inscrit conformément aux lois sur les valeurs mobilières d'un territoire qui est en mesure d'agir en qualité d'intermédiaire pour le compte de clients à l'égard de titres négociés sur un marché ».

Définitions consécutives

En conséquence de l'instauration d'une définition d'un *accès parrainé par un courtier* et de l'élargissement des définitions de *personne ayant droit d'accès* et de *participant*, les modifications proposées comprendraient également plusieurs définitions supplémentaires devant servir à encadrer les diverses obligations incombant aux *participants*, aux *personnes ayant droit d'accès* et aux marchés. En particulier, les modifications proposées ajouteraient les définitions de *marché désigné*, *client admissible au marché* et *représentant* :

marché désigné S'entend de tout marché à l'égard duquel les services de l'autorité de contrôle du marché ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation et auquel a accès une personne ayant droit d'accès du fait :

a) d'être un membre;

b) d'être un adhérent;

c) d'être un utilisateur;

d) de s'être vu accorder un accès parrainé par un courtier.

client admissible au marché S'entend du client d'un participant qui est admissible à obtenir un accès parrainé par un courtier à un marché déterminé conformément :

a) soit, dans le cas d'une bourse ou d'un SCDO, aux règles du marché de ce marché;

b) soit, dans le cas d'un SNP, à la convention d'adhésion intervenue entre le marché et ce participant.

représentant S'entend de chaque administrateur, dirigeant ou employé de la personne ayant droit d'accès qui, pour le compte de la personne ayant droit d'accès :

a) soit peut saisir un ordre sur un marché désigné;

b) soit est responsable de la supervision immédiate de tout ordre saisi par un administrateur, dirigeant ou employé de la personne ayant droit d'accès sur un marché désigné.

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

Désignation des ordres par des clients ayant un accès parrainé par un courtier

Les modifications proposées exigeraient que chaque ordre saisi par un *client admissible au marché* au moyen d'un *accès parrainé par un courtier* renferme l'identificateur unique attribué par le *participant* au client.

Obligations en matière de conformité d'un système de négociation parallèle

Dans le cadre de la proposition des ACVM relative à l'accès direct, les ACVM ont observé ce qui suit : « le SNP conserve une certaine part de responsabilité à l'égard de son marché[18] et que « Le fournisseur de services de réglementation devrait établir (sous réserve des commentaires du public et de l'approbation des autorités de réglementation) les responsabilités du SNP à l'égard des activités de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier ainsi qu'à l'égard de la surveillance de ces activités »[19].

Les modifications proposées prévoiraient une exigence qu'un SNP adopte des procédures en matière de conformité afin d'examiner des ordres saisis par des adhérents (autres qu'un *participant*) en vue de la conformité avec les dispositions des RUIM qui s'appliquent à une *personne ayant droit d'accès*, notamment :

- l'interdiction de procéder à des activités manipulatrices et trompeuses;
- l'obligation de faire preuve de transparence et de loyauté dans le commerce;
- l'interdiction de saisir un ordre dont une *personne ayant droit d'accès* sait ou devrait raisonnablement savoir qu'il n'est pas conforme à la législation en valeurs mobilières, aux exigences du marché ou aux RUIM;
- les restrictions applicables aux ventes à découvert;
- les exigences en matière de désignation des ordres.

[18] Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007 – Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc., op. cit., 31.

[19] Ibid.

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

Les ordres saisis sur un SNP par un *participant*, soit par le *participant* directement, soit par un client bénéficiant d'un APC, seront assujettis aux démarches en matière de supervision et de conformité entreprises par le *participant*. Dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-010 – *Orientation – Exigences en matière de conformité à l'égard de la négociation au moyen d'un accès parrainé par un courtier* (20 avril 2007), SRM a précisé ses attentes concernant les procédures en matière de conformité que doit adopter un *participant* qui autorise l'*accès parrainé par un courtier*. Conformément à la Norme sur le fonctionnement du marché, chaque SNP doit être inscrit en qualité de courtier et être membre d'une entité d'autoréglementation (par exemple l'ACCOVAM). Ainsi, les modifications proposées imposeraient à un SNP des obligations en matière de supervision et de conformité à l'égard d'ordres saisis sur le SNP qui ne font pas déjà l'objet de procédures en matière de supervision et de conformité entreprises par un *participant*. Les modifications proposées reconnaissent le fait qu'un SNP peut ne pas être en mesure de réaliser une vérification en temps réel de la conformité et qu'un examen postérieur aux opérations peut s'imposer dans les circonstances.

Exigences en matière de formation pour les représentants

La Règle 7.2 des RUIM exige présentement que chaque administrateur, dirigeant, associé ou employé d'un *participant* qui saisit des ordres ait :

- terminé le Cours de formation à l'intention du négociateur de l'Institut canadien des valeurs mobilières ou qu'il soit par ailleurs en mesure de faire preuve de compétence à l'égard des dispositions des RUIM, selon ce que SRM juge acceptable;
- reçu l'approbation de la bourse ou du SCDO en vue de la saisie d'ordres sur le système de négociation de la bourse ou du SCDO.

En outre, chaque *participant* et chacun de ses employés affectés à la négociation sont assujettis à des exigences en matière de formation continue conformément aux règles de l'entité d'autoréglementation compétente dont le *participant* est membre.[20]

Aux termes des modifications proposées, tout *représentant* (soit chaque administrateur, dirigeant ou employé du client qui sera responsable de la saisie ou de la supervision d'un ordre saisi au moyen d'un APC) serait tenu de terminer les cours avant de saisir des ordres sur un marché ou d'agir en qualité de superviseur à l'égard de la saisie de ces ordres. Les modifications proposées ont suggéré que les exigences en matière de formation pourraient être respectées :

- soit en terminant le Cours de formation à l'intention du négociateur de l'Institut canadien des valeurs mobilières;
- soit en terminant les cours, les examens ou les autres épreuves servant à établir qu'il dispose d'une formation à l'égard des Règles et des Politiques que l'autorité de contrôle du marché sur lequel l'ordre est saisi ou l'autorité en valeurs mobilières compétente juge acceptables.

[20] Voir par exemple Partie III – Programme de formation continue du Principe directeur n° 6 –*Compétences et formation.*

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

L'exigence prendrait effet un an suivant l'approbation des modifications proposées. SRM participe présentement avec les divers marchés et l'Institut canadien des valeurs mobilières à une révision du Cours de formation à l'intention du négociateur. Dans le cadre de la révision des documents du cours qui a été entreprise par SRM, cette dernière a cerné les parties du cours qui peuvent avoir une application restreinte à une *personne ayant droit d'accès*. Si une obligation en matière de formation est imposée aux *représentants*, SRM aurait l'intention de vérifier avec l'Institut canadien des valeurs mobilières s'il serait pratique de prévoir un cours axé expressément sur la négociation par une *personne ayant droit d'accès*.

Exigences relatives à un participant qui accorde un accès parrainé par un courtier

Aux termes des modifications proposées, un *participant* qui accorde un APC à un client serait tenu de fournir à SRM certains renseignements concernant le *participant* et le client. En particulier, le *participant* serait tenu de fournir à SRM le nom et les coordonnées de l'administrateur, du dirigeant ou de l'employé du *participant* responsable de tout ordre saisi au moyen d'un *accès parrainé par un courtier*. Le *participant* serait également tenu de fournir à SRM les renseignements suivants à l'égard de chaque client auquel le *participant* a accordé un APC :

- le nom et les coordonnées de chaque *représentant*;
- le marché auquel le client s'est vu accorder un APC;
- l'identificateur unique dont sera assorti chaque ordre saisi par le client au moyen d'un APC.

Entente intervenue entre une autorité de contrôle du marché et une personne ayant droit d'accès

La proposition des ACVM relative à l'accès direct aurait pour incidence d'exiger de chaque *personne ayant droit d'accès* (qu'il s'agisse d'un adhérent à SNP ou d'un client ayant un *accès parrainé par un courtier*) qu'elle conclue une entente avec SRM (puisque SRM est présentement le fournisseur de services de réglementation pour chaque marché qui autorise ou se propose d'autoriser un *accès parrainé par un courtier*). La modification proposée adopterait un modèle de convention normalisée applicable à chaque *personne ayant droit d'accès*. Selon le modèle de convention normalisée, chaque *personne ayant droit d'accès* et chaque *représentant* conviendrait de faire l'ensemble de ce qui suit :

- mener ses activités de négociation conformément aux RUIM et aux exigences du marché sur lequel un ordre est saisi;
- se conformer à toutes les décisions, des conclusions ou des directives prises, tirées ou données par SRM en sa qualité de fournisseur de services de réglementation.

En outre, chaque *personne ayant droit d'accès* conviendrait de l'ensemble de ce qui suit :

- ne pas saisir un ordre sur un *marché désigné* jusqu'à ce que les renseignements concernant l'accès par la *personne ayant droit d'accès* à ce marché aient été fournis à SRM;
- ne pas saisir un ordre sans l'identificateur attribué à la *personne ayant droit d'accès* par le *marché désigné* ou le *participant*;
- s'assurer qu'aucune personne autre qu'un *représentant* ne saisisse un ordre sur un *marché désigné* au moyen de l'accès fourni à la *personne ayant droit d'accès* en qualité d'adhérent ou de personne ayant un *accès parrainé par un courtier*;
- ne permettre à aucun *représentant* de saisir un ordre sur un *marché désigné* jusqu'à ce que :
    - les renseignements concernant le *représentant* (y compris la reconnaissance par le *représentant* de ses obligations aux termes de la convention et des RUIM) aient été fournis à SRM;
    - le *représentant* se soit acquitté de toutes exigences en matière de formation qui peuvent s'appliquer.

(Se reporter à la rubrique intitulée « Questions précises à l'égard desquelles des commentaires sont sollicités » à la page 28 pour une discussion supplémentaire portant sur une dispense éventuelle de clients étrangers de l'exigence de conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation.)

Obligations de veiller aux intérêts du client imposées aux personnes ayant droit d'accès

Aux termes des modifications proposées, un *marché désigné* qui a accordé l'accès à une *personne ayant droit d'accès* ou à un *participant* qui a accordé un *accès parrainé par un courtier* à une *personne ayant droit d'accès* serait tenu d'aviser SRM si le *marché désigné* ou le *participant* sait ou à raison de croire que la *personne ayant droit d'accès* s'est réellement ou peut être rendue coupable de ce qui suit :

- le non-respect des dispositions de l'entente normalisée intervenue entre l'autorité de contrôle du marché et la *personne ayant droit d'accès*;
- une violation des exigences suivantes des RUIM, soit l'obligation de transparence et de loyauté dans le commerce, de ne pas se livrer à des activités manipulatrices et trompeuses, de ne pas réaliser des ordres et des transactions irréguliers ou toute exigence des RUIM qui a été désignée par SRM aux fins de l'obligation de veiller aux intérêts du client.

Résumé de l'incidence des modifications proposées

Le texte qui suit résume les aspects les plus importants découlant de l'adoption des modifications proposées :

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

Élargissement de la définition de personne ayant droit d'accès

En conséquence de l'élargissement de la définition de *personne ayant droit d'accès*, un client d'un *participant* à qui le *participant* a accordé un APC serait tenu de se conformer à certaines dispositions des RUIM (se rapportant principalement à la transparence et la loyauté dans le commerce, aux pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses, aux ordres et transactions irréguliers et aux ventes à découvert) et serait assujetti à des procédures disciplinaires en cas de violation de ces dispositions des RUIM.

L'élargissement de la définition d'une *personne ayant droit d'accès* en vue d'y inclure les clients à qui un marché a accordé un accès au moyen d'un APC fourni par le *participant* ferait en sorte que ces clients soient assujettis aux mêmes obligations aux termes des RUIM que s'ils avaient adhéré à un SNP. (Pour une discussion approfondie des obligations incombant à une *personne ayant droit d'accès* aux termes des RUIM, il y a lieu de consulter la rubrique « Résumé de l'application des RUIM à une personne ayant droit d'accès » et la rubrique « Résumé des obligations aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché » figurant en Annexe B.)

L'élargissement de la définition d'une *personne ayant droit d'accès* aurait pour effet de faire en sorte que les RUIM soient applicables à diverses personnes liées à la *personne ayant droit d'accès*. Aux termes de la Règle 10.4 des RUIM, une entité liée à une *personne ayant droit d'accès* (soit un courtier canadien qui n'est pas membre d'une bourse, utilisateur d'un SCDO ou adhérent à un SNP) ou un administrateur, dirigeant, associé ou employé de la *personne ayant droit d'accès* ou de l'entité liée est assujetti aux dispositions des RUIM exigeant le recours à la transparence et à la loyauté dans le commerce, interdisant le recours à des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses et imposant des restrictions aux ventes à découvert. La Règle 10.3 des RUIM a pour effet d'élargir la responsabilité à l'égard du comportement. En particulier, tout dirigeant ou employé qui supervise un employé ou dont un employé relève peut être responsable du comportement de l'employé supervisé. Également, un associé ou un dirigeant d'une *personne ayant droit d'accès* peut être responsable du comportement de la *personne ayant droit d'accès*. Ces diverses personnes seraient présentement visées par les RUIM si l'accès au marché était obtenu en conséquence du fait que la *personne ayant droit d'accès* était adhérent à un SNP ou utilisateur d'un SCDO.

Le fait que des personnes ayant un « accès direct » à une bourse ou à un SCDO seront assujetties aux RUIM ne libère pas les *participants* de l'une quelconque des obligations qui leur incombent à l'égard de la supervision des activités de négociation. Un *participant* conservera sa pleine responsabilité à l'égard d'un ordre saisi par une *personne ayant droit d'accès* sur un marché au moyen d'une connexion électronique au système d'acheminement des ordres du *participant*. Les politiques et procédures en matière de supervision d'un *participant* devraient continuer à convenablement tenir compte du risque supplémentaire auquel le *participant* s'expose à l'égard d'ordres qui ne sont pas directement traités par le personnel du *participant*. L'adoption d'une définition élargie de *personne ayant droit d'accès* n'aura aucune incidence sur les *participants*, leurs fonctions en matière de conformité ou leurs coûts. Toutefois, le *participant* qui a accordé un accès serait tenu de s'assurer que le client bénéficiant d'un APC et son personnel soit formé à l'égard des dispositions applicables des RUIM. Présentement, le *participant* est assujetti à de telles obligations en matière de formation aux termes des

exigences relatives à l'accès direct selon les Politiques 2-501 et 2-502 de la TSX et les Règles d'accès direct de la BC TSX.

Élargissement de la définition de participant

En conséquence de l'élargissement de la définition d'un *participant*, un courtier inscrit conformément à la loi sur les valeurs mobilières d'un territoire qui est en mesure d'agir en qualité d'intermédiaire pour le compte de clients à l'égard de titres négociés sur un marché, à qui un APC a été octroyé et qui n'est pas par ailleurs membre d'une bourse, utilisateur d'un SCDO ou adhérent à SNP, deviendrait assujetti aux RUIM.

Exigences imposées à un participant octroyant un accès parrainé par un courtier

SRM s'attend à ce que l'identificateur unique attribué par un *participant* à un client à qui un APC a été octroyé sera ajouté au champ existant « identification du négociateur » au moment de la saisie d'ordres. Puisque le champ existant « identification du négociateur » serait utilisé afin d'inclure l'identificateur unique attribué au client bénéficiant d'un APC, aucune nouvelle désignation ne serait exigée afin de mettre en œuvre cet aspect des modifications proposées. Chaque *participant* qui procure un APC devrait être en mesure de mettre en œuvre l'exigence sans modifications de systèmes. Conformément à l'alinéa 6.2(6) des RUIM, la désignation incluse dans le champ « identification du négociateur » ne sera pas divulguée aux fins d'inclusion dans un affichage consolidé du marché. Le marché fournira ces renseignements à SRM dans le cadre de sa « liste réglementaire » et ils seront utilisés par SRM dans le cadre de son activité de surveillance des opérations.

Les renseignements fournis à SRM permettront à cette dernière de bonifier son activité de surveillance de la négociation (y compris la surveillance de l'activité de négociation par une personne qui a obtenu un APC par l'entremise de plus d'un *participant*). Puisque le client bénéficiant d'un APC a saisi les ordres directement, le *participant* par l'entremise duquel l'ordre est acheminé peut avoir une connaissance limitée de l'ordre ou de l'activité globale réalisée par le client bénéficiant d'un APC. Si un problème éventuel est dépisté à l'égard d'une activité de négociation réalisée par un client bénéficiant d'un APC, SRM sera en mesure d'utiliser l'identificateur unique afin de repérer le client et sera alors en mesure de communiquer directement avec le client bénéficiant d'un APC. De cette manière, SRM devrait être en mesure de résoudre de manière davantage opportune et efficace un problème éventuel.

Obligations imposées aux systèmes de négociation parallèle

Un SNP serait tenu d'effectuer des examens en matière de conformité à l'égard de certaines des activités de négociation réalisées sur leurs marchés. Des obligations de veiller aux intérêts du client seraient imposées aux SNP et à d'autres *marchés désignés*, qui seraient tenus de donner avis à SRM de violations soupçonnées des RUIM ou des ententes intervenues entre SRM et la *personne ayant droit d'accès*.

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

Résumé de l'application des RUIM aux personnes ayant droit d'accès

Le texte qui suit est un résumé descriptif des dispositions importantes des RUIM qui s'appliquent à une *personne ayant droit d'accès*. L'Annexe « B » renferme une liste davantage détaillée de l'application de chaque disposition des RUIM qui est imposée aux marchés, aux *participants*, aux *personnes ayant droit d'accès* et à divers dirigeants, administrateurs, employés et personnes liées. L'Annexe « B » met également en évidence les modifications aux obligations qui seraient instaurées en conséquence de l'adoption des modifications proposées.

Dispositions applicables des RUIM

- Aux termes des RUIM, une *personne ayant droit d'accès* doit se conformer à un sous-ensemble restreint de règles relatives à l'intégrité, notamment :
  - interdiction de se livrer à des activités manipulatrices et trompeuses;
  - obligation de faire preuve de transparence et de loyauté dans le commerce;
  - interdiction de saisir un ordre dont la *personne ayant droit d'accès* sait ou devrait raisonnablement savoir qu'il ne se conforme pas à la législation en valeurs mobilières, aux exigences du marché ou aux RUIM;
  - restrictions applicables aux ventes à découvert.
- Chaque épargnant est déjà assujetti à l'essentiel de ces exigences par l'entremise de la législation en valeurs mobilières applicable.
- L'aspect le plus démarquant pour une *personne ayant droit d'accès* éventuelle est davantage qui entreprend la surveillance en vue de la conformité aux exigences plutôt que des différences de fond à l'égard des exigences en soi.

Activités manipulatrices et trompeuses

- Présentement, chaque personne qui négocie un titre est assujettie à la Partie 3 des Règles de négociation des ACVM qui interdisent la manipulation et la fraude.
- La Partie 3 des Règles de négociation des ACVM ne s'applique pas à une personne qui est assujettie aux règles établies par un fournisseur de services de réglementation, par exemple les RUIM telles qu'adoptées par SRM.
- La Règle 2.2 des RUIM interdisant les activités manipulatrices et trompeuses vise essentiellement le même sujet que les dispositions concernant la manipulation et la fraude contenues dans les Règles de négociation des ACVM.

Transparence et loyauté

- Les RUIM exigent qu'une *personne ayant droit d'accès* se livre à une activité de négociation en faisant preuve de « transparence et de loyauté ».
- L'exigence est essentiellement une règle anti-évitement qui s'applique lorsqu'une personne tente de contourner une interdiction ou une restriction déterminée.
- Sous plusieurs rapports, la faculté de SRM d'exiger qu'une *personne ayant droit d'accès* fasse preuve de « transparence et loyauté » dans le commerce est semblable aux pouvoirs dont sont investies les commissions des valeurs mobilières de prendre diverses mesures afin de protéger l'« intérêt public ».

Ordres irréguliers

- Si une *personne ayant droit d'accès* saisit sciemment un ordre ou exécute une transaction qui n'est pas conforme à une exigence réglementaire, ceci constitue une violation des RUIM.
- Par exemple, une *personne ayant droit d'accès* qui saisit sciemment un ordre de vente sur le marché libre visant des titres qui sont assujettis à une période de détention prévue par la loi violerait la Règle 2.3 des RUIM et serait assujettie à des mesures disciplinaires de la part de SRM. En l'absence de la compétence de SRM en l'occurrence, la mesure disciplinaire serait entreprise par la commission des valeurs mobilières.

Ventes à découvert

- La législation en valeurs mobilières applicable, en règle générale, exige des épargnants qu'ils déclarent tout ordre qui constituerait une vente à découvert.
- La Règle 3.1 des RUIM interdit, sous réserve de certaines exceptions, une vente à découvert en deçà du dernier cours vendeur.
- Si la *personne ayant droit d'accès* ne réalise pas des ventes à découvert sauf par l'entremise d'opérations traitées par un courtier en valeurs mobilières, en pratique, les exigences de déposer un relevé des positions à découvert ne s'appliqueront également pas.

Dispositions non applicables

- Il existe un certain nombre de dispositions des RUIM qui ne s'appliquent pas à une *personne ayant droit d'accès*, notamment :
  - les transactions en avance sur le marché;
  - l'obligation d'accorder la meilleure exécution;
  - l'obligation d'accorder le meilleur cours;

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

- la priorité aux clients;
- la diffusion des ordres;
- l'obligation de négocier sur un marché;
- la supervision de la négociation;
- les transactions pour compte propre.

Dispositions administratives

- En plus des quatre règles liées à l'« intégrité » auxquelles une *personne ayant droit d'accès* est assujettie aux termes des RUIM, il existe un certain nombre de règles « administratives » auxquelles chaque *personne ayant droit d'accès* doit se conformer.
- Par exemple, si SRM impose une « suspension réglementaire » des négociations à l'égard d'un titre déterminé, la *personne ayant droit d'accès* ne sera pas en mesure de négocier le titre pendant la durée de la suspension réglementaire sauf sur un marché à l'extérieur du Canada si la législation en valeurs mobilières applicable l'autorise. (La disposition comparable aux termes des Règles de négociation des ACVM, qui s'appliquent à une personne qui n'est pas assujettie aux règles d'un fournisseur de services de réglementation, interdit l'exécution de quelque transaction que ce soit.)
- Une *personne ayant droit d'accès* doit se conformer aux exigences relatives à la désignation des ordres prévues à la Règle 6.2.
- Il existe d'autres dispositions dans les RUIM se rapportant à la tenue de registres et dossiers, aux exigences en matière de piste de vérification et à la fourniture de renseignements.

Exigences générales se rapportant à la compétence, à la supervision et à la conformité

- Des questions ont été soulevées concernant les attentes de SRM à l'égard de *personnes ayant droit d'accès* dans trois domaines précis :
  - les exigences en matière de compétence et de formation;
  - les exigences en matière de supervision;
  - les procédures en matière de conformité.

Exigences en matière de compétence et de formation

- Les RUIM énoncent certaines exigences précises en matière de compétence que doivent respecter les employés d'un *participant* qui saisit des ordres sur un marché.
- Les RUIM n'établissent pas des normes précises pour les employés d'une *personne ayant droit d'accès*.

- Les modifications proposées instaureraient des exigences en matière de formation à l'égard d'administrateurs, de dirigeants et d'employés qui participent à la négociation par une *personne ayant droit d'accès*.
- Un SNP ou un SCDO est tenu de s'assurer que chaque *personne ayant droit d'accès* qui est adhérent d'un SNP ou utilisateur d'un SCDO est formée à l'égard des parties des RUIM qui s'appliquent à la *personne ayant droit d'accès*.
- Cette disposition tient compte de la vaste gamme de personnes qui peuvent adhérer à un SNP, qu'il s'agisse d'épargnants individuels ou des institutions les plus évoluées et elle exige que le SNP dispose d'un programme de formation qui convient au genre d'adhérent qui accédera à son marché.
- Si la définition de *personne ayant droit d'accès* est élargie afin d'inclure un client disposant d'un *accès parrainé par un courtier*, le *participant* qui a accordé l'*accès parrainé par un courtier* sera tenu de s'assurer que chaque client bénéficiant d'un APC et que toute personne autorisée est formé à l'égard des parties des RUIM qui s'appliquent à eux.

Exigences en matière de supervision

- Les RUIM exigent expressément que chaque *participant* adopte des politiques et procédures écrites afin de régir l'activité de négociation par le *participant*.
- Les RUIM n'établissent pas des normes minimales semblables à l'égard d'une *personne ayant droit d'accès* en raison de la diversité de personnes qui peuvent être adhérents à un SNP ou utilisateurs d'un SCDO.
- Chaque *personne ayant droit d'accès* doit décider si ses politiques et procédures sont « raisonnablement » conçues afin de garantir la conformité aux exigences de la Norme sur le fonctionnement du marché, des Règles de négociation des ACVM et des RUIM.
- Puisqu'un épargnant doit se conformer aux Règles de négociation des ACVM sauf si les exigences d'un fournisseur de services de réglementation s'appliquent, chaque investisseur institutionnel (qu'il s'agisse d'un adhérent à un SNP ou d'un client bénéficiant d'un APC), devrait déjà avoir établi des politiques et procédures afin de garantir la conformité aux dispositions en matière de manipulation et de fraude prévues dans les Règles de négociation des ACVM.

Procédures en matière de conformité

- Les RUIM exigent expressément que chaque *participant* adopte des politiques et procédures écrites afin de régir l'activité en matière de conformité du *participant*.
- Les RUIM n'établissent pas des normes minimales semblables à l'égard d'une *personne ayant droit d'accès* en raison de la diversité de personnes qui peuvent être adhérents à un SNP.

- Chaque *personne ayant droit d'accès* doit décider si ses procédures en matière de conformité suffisent aux fins du respect du sous-ensemble restreint d'exigences aux termes des RUIM qui s'appliquent à une *personne ayant droit d'accès*.
- Si la définition d'une *personne ayant droit d'accès* est élargie afin d'inclure des clients bénéficiant d'un APC, ces personnes (compte tenu de leur nature institutionnelle) peuvent déjà avoir adopté des procédures en matière de conformité afin de limiter le risque à leur réputation et aborder les obligations existantes qui leur incombent aux termes des Règles de négociation des ACVM et de la législation en valeurs mobilières.
- Les seules procédures déterminées en matière de conformité dont doit se préoccuper une *personne ayant droit d'accès* sont les procédures en vue de se conformer aux obligations de « veiller aux intérêts du client » qui lui incombent. Si l'un de ses employés estime qu'une exigence aux termes des RUIM a été violée, il doit le signaler à son superviseur ou au Service de la conformité. Le superviseur ou le Service de la conformité doit examiner le rapport et, s'il semble qu'une enquête plus approfondie est nécessaire, doit donner suite avec diligence à l'affaire et déclarer les violations à SRM.

Questions déterminées à l'égard desquels des commentaires sont sollicités

Des commentaires sont sollicités à l'égard de tous les aspects des modifications proposées. Toutefois, des commentaires sont expressément sollicités à l'égard des questions suivantes :

Règles du marché portant sur l'accès direct au marché

Les modifications proposées envisagent qu'une bourse ou un SCDO sera en mesure d'établir ses propres règles du marché à l'égard de la faculté qu'a un *participant* d'octroyer un « accès direct au marché » à ce marché. SRM est préoccupée du fait que chaque marché, y compris un SNP, peut adopter des critères différents en vue de l'accès direct par « client admissible ».[21] Une telle situation peut devenir impossible à gérer en pratique dans diverses circonstances. Par exemple, si des marchés sont tenus d'acheminer des ordres vers d'autres marchés afin de se conformer à toute interdiction de procéder à des transactions hors cours qui peut être imposée,[22] l'incidence, pour chaque marché, consiste à effectivement adopter les critères d'admissibilité du marché dotés de la norme la plus basse (puisque les exigences des marchés davantage restrictifs seraient « contournés » par la saisie d'un ordre au moyen d'un APC vers le marché doté d'exigences moindres ou les plus faibles). De façon semblable, la saisie d'un ordre directement par un client sur un marché déterminé ne libère pas un *participant* des obligations qui lui incombent afin de garantir le « meilleur cours » et la « meilleure exécution » au client et, en conséquence, des règles différentes visant l'APC entre des marchés négociant le même titre pourraient enrayer les efforts déployés par

[21] Si un SNP devait proposer d'autoriser l'« accès direct au marché », les ACVM examineraient et approuveraient les exigences en matière d'accès proposé par le SNP dans le cadre de l'examen de l'Annexe 21-101A2 de ce marché.

[22] L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007 – Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc., op. cit., 9.

un *participant* d'acheminer des ordres vers le meilleur marché afin de se conformer aux obligations relatives au « meilleur cours » et à la « meilleure exécution » qui lui incombent aux termes des RUIM dans des circonstances où l'obligation d'acheminer des ordres vers le « meilleur » marché est imposée au *participant* saisissant l'ordre plutôt qu'au marché qui reçoit l'ordre.

Du point de vue des RUIM, le *participant* par l'entremise duquel l'ordre est saisi sur un marché possède une responsabilité « entière » à l'égard de chaque ordre saisi par un « client admissible » et les RUIM énoncent des exigences en matière de supervision et de conformité à l'égard de ces ordres. Ainsi, de l'avis de SRM, il peut ne pas exister de motif commercial afin d'établir des exigences différentes d'un marché à l'autre.

1. *Les RUIM devraient-elles établir des critères uniformes pour l'octroi d'un accès à un marché assujetti aux RUIM ou une bourse ou un SCDO devrait-il être en mesure de continuer à établir des règles concernant l'octroi de l'accès direct au marché?*

2. *Un SNP devrait-il être en mesure d'établir des critères à l'égard de l'octroi de l'accès à son marché dans le contrat intervenu entre le SNP et tout participant qui est adhérent au SNP?*

Obligations de formation imposées aux marchés

Les modifications proposées élargiraient les exigences en matière de formation pour les rendre applicables à chaque *représentant* d'une *personne ayant droit d'accès* (lequel *représentant* se définit comme un administrateur, dirigeant, associé ou employé d'une *personne ayant droit d'accès* qui peut saisir un ordre sur un *marché désigné* ou qui est responsable de la supervision d'un ordre saisi par un administrateur, dirigeant ou employé de la *personne ayant droit d'accès* sur un *marché désigné*). Actuellement, la Règle 7.2 des RUIM exige qu'un marché garantisse que chaque *personne ayant droit d'accès* qui dispose d'un accès au marché soit formée à l'égard des dispositions des RUIM qui peuvent s'appliquer à une *personne ayant droit d'accès*. L'Annexe « B » énonce les dispositions des RUIM qui s'appliquent à une *personne ayant droit d'accès*. Si la définition d'une *personne ayant droit d'accès* est élargie afin d'inclure les clients d'un *participant* à qui un APC a été octroyé, la disposition existante des RUIM imposerait l'obligation au marché auquel un APC a été octroyé de s'assurer que le client bénéficiant d'un APC soit versé et formé à l'égard des dispositions applicables des RUIM. SRM s'attendrait à ce que chaque marché s'acquitte de cette obligation en exigeant du *participant* qu'il fournisse la formation nécessaire (ainsi que c'est présentement le cas dans les Règles de la TSX, de la BC TSX et de CNQ régissant l'octroi d'un APC).

3. *Si les exigences en matière de formation sont adoptées à l'égard de chaque représentant d'une personne ayant droit d'accès, les marchés devraient-ils être libérés de toutes obligations supplémentaires en matière de formation à l'égard des personnes ayant droit d'accès ou l'exigence devrait-elle être conservée au lieu des « exigences en matière de formation continue » à l'égard des représentants?*

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

Exigence visant une entente réglementaire avec un client étranger bénéficiant d'un APC

Actuellement, chaque personne étrangère qui devient une *personne ayant droit d'accès* en adhérant à un SNP doit signer une entente avec SRM ou, en fonction d'ordonnances des diverses autorités en valeurs mobilières, une quittance en faveur de SRM qui vient compléter les dispositions figurant dans la convention d'adhésion de cette personne intervenue avec le SNP de s'assujettir à la compétence de SRM en qualité de fournisseur de services de réglementation à l'égard du SNP. Tel qu'il a été observé sous la rubrique intitulée « Élaboration des modifications proposées », SRM est consciente du fait que l'imposition d'une exigence à un client étranger de signer une entente avec SRM comme condition de l'octroi d'un APC par l'entremise d'un *participant* à un marché peut avoir une incidence défavorable sur le volume d'affaires étrangères que reçoivent les *participants* au moyen d'un accès direct. La fourniture d'une dispense de l'exigence de conclure une convention à l'égard d'un client étranger bénéficiant d'un APC créerait non seulement une « inégalité de chances » par rapport à un adhérent étranger mais créerait également un système à deux paliers entre les clients nationaux et étrangers bénéficiant d'un APC.

4. *Devrait-il exister une dispense de l'exigence qu'un client étranger bénéficiant d'un APC conclue une convention directement avec SRM? Le cas échéant, selon quels motifs et quelles circonstances une telle dispense devrait-elle être disponible?*

5. *Si un client bénéficiant d'un APC est dispensé de la signature d'une convention avec SRM, le participant devrait-il accepter un degré plus élevé de responsabilité à l'égard du comportement d'un client étranger bénéficiant d'un APC?*[23]

Annexes

- L'Annexe « A » énonce le libellé des modifications proposées aux Règles et Politiques concernant l'octroi d'un accès aux marchés;
- L'Annexe « B » donne un récapitulatif des obligations aux termes des RUIM imposées aux marchés, aux *participants*, aux *personnes ayant droit d'accès* et aux divers dirigeants, administrateurs, employés et personnes liées (et suppose que les modifications proposées ont été approuvées par les autorités de reconnaissance).

[23] Par exemple, dans le document intitulé Interpretative Material 4611-1, la NASDAQ traite des obligations imposées aux membres octroyant un parrainage au sens de *Sponsoring Members* (soit l'équivalent du *participant octroyant un APC*) et à la maison de courtage parrainée au sens de *Sponsored Firm* (soit l'équivalent du client bénéficiant d'un APC). Le document IM 4611-1 énonce ce qui suit : « [TRADUCTION] Les membres octroyant un parrainage sont responsables du comportement des maisons de courtage parrainées comme si le comportement était le leur. »

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

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

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

Annexe « A »

Modifications se rapportant à l'accès aux marchés

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées de la manière suivante :

1. La règle 1.1 est modifiée par la suppression des définitions de *personne ayant droit d'accès* et *participant* et leur remplacement par les définitions suivantes :

personne ayant droit d'accès S'entend d'une personne autre qu'un participant qui :

~~(a)~~a) est un membre;

~~(b)~~b) est un adhérent;

~~(c)~~c) est un utilisateur;

~~(d)~~d) dispose d'un accès parrainé par un courtier.

participant S'entend :

a) soit d'un courtier inscrit conformément aux lois sur les valeurs mobilières d'un territoire qui est en mesure d'agir en qualité d'intermédiaire pour le compte de clients à l'égard de titres négociés sur un marché et qui, selon le cas :

(i) est un membre,

(ii) est un utilisateur,

(iii) est un adhérent,

(iv) dispose d'un accès parrainé par un courtier;

b) soit d'une personne à qui l'accès à la négociation sur un marché a été accordé et qui exerce les fonctions d'un teneur de marché des instruments dérivés.

2. La règle 1.1 est modifiée par l'ajout des définitions suivantes d'*accès parrainé par un courtier*, de *marché désigné*, de *client admissible à un marché* et de *représentant* :

accès parrainé par un courtier S'entend du droit d'accès au système de négociation d'un marché soit directement soit par l'intermédiaire d'une connexion électronique au système d'acheminement des ordres d'un participant que ce dernier a accordé à un client qui constitue un « client institutionnel » aux fins du Principe directeur n° 4 – *Normes minimales concernant l'ouverture, le*

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

fonctionnement et la surveillance des comptes institutionnels de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

marché désigné S'entend de tout marché à l'égard duquel les services de l'autorité de contrôle du marché ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation et auquel a accès une personne ayant droit d'accès du fait :

a) d'être un membre;

b) d'être un adhérent;

c) d'être un utilisateur;

d) de s'être vu accorder un accès parrainé par un courtier.

client admissible au marché S'entend du client d'un participant qui est admissible à obtenir un accès parrainé par un courtier à un marché déterminé conformément :

a) soit, dans le cas d'une bourse ou d'un SCDO, aux règles du marché de ce marché;

b) soit, dans le cas d'un SNP, à la convention d'adhésion intervenue entre le participant et ce marché.

représentant S'entend de chaque administrateur, dirigeant ou employé de la personne ayant droit d'accès qui, pour le compte de la personne ayant droit d'accès :

a) soit peut saisir un ordre sur un marché désigné;

b) soit est responsable de la supervision immédiate de tout ordre saisi par un administrateur, dirigeant ou employé de la personne ayant droit d'accès sur un marché désigné.

3. Le sous-alinéa a) de l'alinéa (1) de la règle 6.2 est modifié par l'ajout de la disposition (iv) suivante :

(iv) du client admissible au marché tel qu'attribué par le participant et transmis à l'autorité de contrôle du marché conformément à la règle 7.8, si l'ordre est saisi par le client admissible au marché au moyen d'un accès parrainé par un courtier;

4. La règle 7.1 est modifiée par l'ajout de l'alinéa (5) suivant :

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

(5) Chaque SNP adopte des politiques et procédures écrites en vue de surveiller les ordres saisis par un adhérent qui est une personne ayant droit d'accès et qui suffisent, compte tenu des activités et des affaires du SNP, à assurer le respect des dispositions des présentes règles qui s'appliquent à une personne ayant droit d'accès.

5. La règle 7.2 est modifiée de la manière suivante :

a) en ajoutant dans le titre les mots « et de formation » après le mot « compétence »;

b) en ajoutant l'alinéa (3) suivant :

(3) Une personne ayant droit d'accès ne peut saisir d'ordres d'achat ou de vente d'un titre sur un marché à moins que la personne ayant droit d'accès ou le représentant qui saisit l'ordre ou qui en est responsable n'ait, selon le cas :

~~(a)~~a) terminé le Cours de formation à l'intention du négociateur de l'Institut canadien des valeurs mobilières;

~~(b)~~b) terminé les cours, les examens ou les autres épreuves servant à établir qu'elle dispose d'une formation à l'égard des présentes règles et des Politiques que l'autorité de contrôle du marché sur lequel l'ordre est saisi ou l'autorité en valeurs mobilières compétente juge acceptables.

6. L'article 7 des règles est modifié de la manière suivante :

a) en renumérotant la règle 7.9 pour qu'elle devienne la règle 7.8;

b) en ajoutant la règle 7.9 suivante :

7.9 Dispositions se rapportant à l'accès parrainé par un courtier aux marchés

(1) Un participant qui accorde un accès parrainé par un courtier à un ou plusieurs clients admissibles au marché doit transmettre les renseignements suivants à l'autorité de contrôle du marché :

~~(a)~~a) le nom et les coordonnés de l'administrateur, du dirigeant ou de l'employé du participant responsable de tout ordre saisi au moyen d'un accès parrainé par un courtier;

~~(b)~~b) le nom de chaque marché auquel le participant peut accorder un accès parrainé par le courtier à un client admissible au marché.

(2) Avant d'accepter un ordre saisi au moyen d'un accès parrainé par un courtier qu'un participant a accordé à un client admissible au

marché déterminé, le participant doit transmettre tous les renseignements suivants à l'autorité de contrôle du marché :

a) le nom et les coordonnés de chaque administrateur, dirigeant ou employé du client admissible au marché qui peut saisir un ordre au moyen d'un accès parrainé par un courtier pour le compte du client admissible au marché;

b) le nom et les coordonnés de chaque administrateur, dirigeant ou employé du client admissible au marché qui sera responsable de la supervision de tout ordre saisi au moyen d'un accès parrainé par un courtier par le client admissible au marché;

c) le ou les marchés auxquels le client admissible au marché s'est vu accorder un accès parrainé par le courtier;

d) l'identificateur unique dont sera assorti chaque ordre saisi, par le client admissible au marché, au moyen d'un accès parrainé par un courtier.

(3) Si, après la date de la transmission de tous renseignements aux termes de l'alinéa (1) ou (2), des modifications y sont apportées, le participant doit immédiatement transmettre un avis de cette modification à l'autorité de contrôle du marché.

(4) L'autorité de contrôle du marché peut exiger que tous renseignements ou tout avis qu'un participant doit transmettre à l'autorité de contrôle du marché le soient sur un support électronique que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable.

c) en ajoutant la règle 7.10 suivante :

7.10 Entente intervenue entre une autorité de contrôle du marché et une personne ayant droit d'accès

(1) Chaque personne ayant droit d'accès doit conclure avec l'autorité de contrôle du marché, à l'égard de chaque marché désigné, une entente revêtant la forme qui peut être prévue par les Politiques.

(2) Une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir un ordre ou exécuter une transaction sur un marché désigné sauf si la personne ayant droit d'accès a signé l'entente exigée par l'alinéa (1) au plus tard à la date suivante :

a) le moment où la personne est devenue une personne ayant droit d'accès;

b) six mois suivant la date de prise d'effet de la présente disposition.

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

(3) Un participant ou un marché ne doit pas sciemment accepter un ordre saisi par une personne ayant droit d'accès sauf si la personne ayant droit d'accès a signé l'entente exigée par l'alinéa (1) au plus tard à la date suivante :

a) le moment où la personne est devenue une personne ayant droit d'accès;

b) six mois suivant la date de prise d'effet de la présente disposition.

7. L'article 10 des Règles est modifié par l'ajout de la règle 10.17 suivante :

10.17 Obligations de veiller aux intérêts du client imposées aux personnes ayant droit d'accès

(1) Un marché désigné qui a accordé l'accès à une personne ayant droit d'accès ou un participant qui a accordé un accès parrainé par un courtier à une personne ayant droit d'accès doit immédiatement signaler à l'autorité de contrôle du marché dès que le marché désigné ou le participant a connaissance d'une activité de la part de la personne ayant droit d'accès qui constitue ou pourrait constituer ce qui suit :

a) le non-respect des dispositions de l'entente intervenue entre l'autorité de contrôle du marché et la personne ayant droit d'accès qui est exigée par la règle 7.10, y compris l'omission de la part de la personne ayant droit d'accès de déposer une annexe exigée par l'entente;

b) une violation de :

(i) l'alinéa (2) de la règle 2.1 concernant la transparence et la loyauté dans le commerce,

(ii) la règle 2.2 concernant les activités manipulatrices et trompeuses,

(iii) la règle 2.3 concernant les ordres et transactions irréguliers,

(iv) toute exigence qui a été désignée par l'autorité de contrôle du marché aux fins du présent alinéa.

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

Les Politiques prises aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées de la manière suivante :

1. La Politique 7.1 est modifiée par l'ajout de l'article 6 suivant :

Article 6 – Procédures en matière de conformité applicables aux systèmes de négociation parallèle

Les politiques et procédures adoptées par un SNP conformément à la règle 7.1 doivent suffire, compte tenu des activités et des affaires du SNP, à assurer le respect des dispositions des règles qui s'appliquent à une personne ayant droit d'accès. Conformément aux dispositions de la Norme sur le fonctionnement du marché, chaque SNP doit établir des critères et des catégories d'adhérents et fournir un accès différent à divers groupes ou catégories d'adhérents. Les politiques et procédures adoptées par le SNP doivent suffire compte tenu du type et de l'ampleur de la négociation réalisée par l'entremise du SNP par ses adhérents. Un SNP n'est pas tenu de surveiller la négociation réalisée par un adhérent qui est un participant puisque cette activité de négociation fait déjà l'objet d'obligations de supervision et de conformité conformément aux règles.

Les politiques et procédures en vue de surveiller les ordres saisis par un adhérent (autre qu'un participant) devraient tenir compte du respect des exigences qui s'appliquent à une personne ayant droit d'accès, notamment :

- l'interdiction de procéder à des activités manipulatrices et trompeuses;
- l'obligation de transparence et de loyauté dans le commerce;
- l'interdiction de saisir un ordre dont la personne ayant droit d'accès sait ou devrait raisonnablement savoir qu'il n'est pas conforme à la législation en valeurs mobilières, aux exigences du marché ou aux Règles;
- les restrictions applicables aux ventes à découvert;
- les exigences en matière de désignation d'ordres.

Les politiques et procédures devraient tenir compte des renseignements dont dispose le SNP en sa qualité de courtier assujetti aux obligations relatives au « profil du client » aux termes de la législation en valeurs mobilières applicable et des règles des entités d'autoréglementation. À cet égard, le SNP devrait se demander si des politiques et procédures semblables adoptées par un participant en vue d'examiner l'activité de négociation d'un client auquel le participant a fourni un accès parrainé par un courtier conviennent aux fins du SNP dans les circonstances.

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

2. Le texte suivant est ajouté à titre d'article 1 de la Politique 7.10 :

Politique 7.10 – Entente intervenue entre une autorité de contrôle du marché et une personne ayant droit d'accès

Article 1 – Forme prévue de la convention relative à une personne ayant droit d'accès et à un représentant

CONVENTION RELATIVE À UNE PERSONNE AYANT DROIT D'ACCÈS ET À UN REPRÉSENTANT

ATTENDU QUE Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») est reconnue en qualité d'entité d'autoréglementation par l'autorité en valeurs mobilières dans divers territoires canadiens dans lesquels des marchés font affaire;

ET ATTENDU QUE les services de SRM ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation en vue de fournir des services de réglementation à certains marchés conformément à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux règles de négociation;

ET ATTENDU QUE les règles de négociation exigent qu'un adhérent à un SNP ou une personne ayant un accès parrainé par un courtier à un marché doit conclure une entente écrite avec le fournisseur de services de réglementation pour chaque marché auquel la personne a accès;

ET ATTENDU QUE la personne ayant droit d'accès est un adhérent ou dispose d'un accès parrainé par un courtier à un ou plusieurs des marchés qui ont retenu les services de SRM en qualité de fournisseur de services de réglementation pour leur compte;

EN CONSÉQUENCE, en considération du préambule et en contrepartie des engagements et des ententes, SRM et la personne ayant droit d'accès conviennent de ce qui suit :

1. Définitions

Dans le présent document :

a) une expression qui n'est pas par ailleurs définie a le sens qui lui est attribué dans les Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM »), en leur version modifiée, complétée et en vigueur à l'occasion;

b) *entente* S'entend de la présente Convention relative à une personne ayant droit d'accès et à un représentant et comprend toute annexe qui y est jointe ou qui est transmise ultérieurement par la personne ayant droit d'accès à SRM en vue d'être jointe au présent document conformément aux dispositions de la présente entente;

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

c) *code de dépôt* S'entend du mot de passe que SRM a attribué à la personne ayant droit d'accès aux fins du dépôt électronique d'annexes jointes à la présente entente.

2. Dépôt et remise électroniques

(1) SRM et la personne ayant droit d'accès conviennent que la personne ayant droit d'accès peut signer la présente entente, y compris toute annexe ou modification à une annexe à la présente entente, et remettre un exemplaire électronique à SRM sur le support et de la manière que SRM peut autoriser ou exiger à l'occasion.

(2) Dès la réception d'un exemplaire électronique de la présente convention, SRM doit délivrer un accusé de réception écrit ou électronique à la personne ayant droit d'accès et cet accusé de réception doit renfermer le code de dépôt.

(3) La personne ayant droit d'accès convient que SRM peut réputer que toute annexe envisagée par la présente entente qu'elle reçoit et qui porte le code de dépôt constitue une modification à la présente entente, laquelle doit prendre effet au moment de la délivrance d'un accusé de réception conformément à l'article 10 de la présente entente.

3. Marchés désignés

(1) Dans les cinq (5) jours ouvrables suivant la délivrance du code de dépôt par SRM, la personne ayant droit d'accès doit remplir et déposer auprès de SRM une Annexe A énumérant chaque marché désigné en date de la présente entente.

(2) Dans les cinq (5) jours ouvrables suivant la modification de tous renseignements contenus à l'Annexe A, la personne ayant droit d'accès doit remplir et déposer auprès de SRM une Annexe A modifiée énumérant chaque marché désigné en date de la modification des renseignements.

4. Représentants et formation

(1) Dans les cinq (5) jours ouvrables suivant la délivrance du code de dépôt par SRM, la personne ayant droit d'accès doit remplir et déposer auprès de SRM une annexe B à l'égard de chaque représentant qui peut saisir un ordre sur un marché désigné ou qui est responsable de la supervision de tout ordre saisi sur un marché désigné et cette annexe B doit être signée par

l'administrateur, le dirigeant ou l'employé concerné de la personne ayant droit d'accès en date de la présente entente.

(2) Dans les cinq (5) jours ouvrables suivant la modification de tous renseignements contenus dans une annexe B ou dans l'éventualité où une personne devient ou cesse d'être un représentant, la personne ayant droit d'accès doit remplir et déposer auprès de SRM une annexe B ou une annexe B modifiée, selon le cas, en date de la modification de renseignements.

5. Obligation de conformité

La personne ayant droit d'accès et chaque représentant reconnaît ce qui suit et en convient :

~~(a)~~a) il doit mener ses activités de négociation sur :

(i) chaque marché désigné conformément aux RUIM,

(ii) un marché désigné déterminé conformément aux exigences de ce marché désigné;

b) SRM doit surveiller le comportement de la personne ayant droit d'accès et de chacun des représentants et SRM doit appliquer les exigences prévues aux RUIM et par les marchés désignés;

c) il doit se conformer à l'ensemble des décisions, des conclusions ou des directives prises, tirées ou données par SRM en sa qualité de fournisseur de services de réglementation, notamment, sans s'y limiter, toute décision d'exclure la personne ayant droit d'accès ou tout représentant de l'accès à un marché désigné ou un autre marché à l'égard duquel SRM agit en qualité de fournisseur de services de réglementation.

6. Restrictions applicables à la saisie d'ordres

La personne ayant droit d'accès convient de ce qui suit :

~~(a)~~a) elle ne doit pas saisir un ordre sur un marché désigné déterminé :

(i) jusqu'à ce qu'elle ait déposé auprès de SRM une annexe A ou une annexe A modifiée, selon le cas, confirmant l'accès au marché désigné et que SRM ait délivré un accusé de réception de ce dépôt,

(ii) à moins que l'ordre ne contienne l'identificateur attribué à la personne ayant droit d'accès par :

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

~~(A)~~A) soit le marché désigné, si la personne ayant droit d'accès saisit l'ordre sur un SNP dont la personne ayant droit d'accès est un adhérent ou sur un SCDO dont la personne ayant droit d'accès est un utilisateur,

~~(B)~~B) soit le participant, si la personne ayant droit d'accès saisit l'ordre sur un marché désigné au moyen d'un accès parrainé par un courtier;

b) aucune personne autre qu'un représentant ne doit saisir un ordre sur un marché désigné au moyen de l'accès accordé à la personne ayant droit d'accès en qualité d'adhérent ou à titre de personne bénéficiant d'un accès parrainé par un courtier;

c) aucun représentant ne peut saisir un ordre sur un marché désigné jusqu'à ce qu'il ait :

(i) signé une annexe B et que la personne ayant droit d'accès ait déposé l'annexe auprès de SRM et que SRM ait délivré un accusé de réception de l'annexe B,

(ii) satisfait aux exigences en matière de formation qui peuvent être imposées à un représentant conformément aux exigences prévues aux RUIM en leur version en vigueur à l'occasion.

7. Responsabilité limitée

SRM, ses administrateurs, dirigeants, employés, mandataires et toute autre personne agissant sous son autorité ne sont pas responsables envers la personne ayant droit d'accès ou un représentant ou toute autre personne à l'égard de toute perte, tous dommages-intérêts, tous coûts, frais ou toute autre responsabilité ou réclamation découlant d'un acte ou d'une omission, de bonne foi, dans le cadre de l'exécution des services par SRM en qualité de fournisseur de services de réglementation.

8. Date de prise d'effet et durée de l'entente

(1) La présente entente entre en vigueur au moment de la délivrance par SRM par écrit ou sur support électronique d'un accusé de réception d'un exemplaire de la présente entente telle que signée et remise par la personne ayant droit d'accès.

(2) Sous réserve des dispositions du paragraphe (3) et de l'article 11, la présente entente prend fin à la date où la personne ayant droit d'accès cesse d'avoir accès à un marché désigné.

(3) Nonobstant la fin, l'expiration ou la résiliation de la présente convention, la personne ayant droit d'accès et chaque représentant demeurent assujettis aux RUIM et s'en remettent à la compétence de SRM à l'égard de tout ordre saisi sur un marché désigné par la personne ayant droit d'accès et le représentant pendant la durée de la présente entente, et ce, pendant une durée de sept années suivant la date de la saisie de l'ordre sur le marché désigné.

9. Avis et dépôts

(1) Sauf disposition contraire contenue dans un avis transmis par SRM à la personne ayant droit d'accès, tout dépôt par la personne ayant droit d'accès de la présente entente, y compris toute annexe ou toute modification à une annexe à la présente entente, aux renseignements ou aux documents par la personne ayant droit d'accès doit s'effectuer par voie électronique par l'intermédiaire du site Internet exploité par SRM à l'adresse www.rs.ca/*.

(2) Tout avis ou toute communication, autre qu'un dépôt effectué aux termes du paragraphe (1), est transmis par écrit et peut être remis en mains propres ou transmis par télécopieur à l'intention du destinataire aux coordonnées suivantes :

s'il s'agit de SRM :

Services de réglementation du marché inc.,
145, rue King Ouest,
Bureau 900,
Toronto (Ontario)
Canada M5H 1J8

a/s : Vice-présidente, Bureau de la politique relative au marché et Chef du contentieux

Télécopieur : (416) 646-7265
Courriel : *@rs.ca

S'il s'agit de la personne ayant droit d'accès :

Télécopieur :
Courriel :

Toute communication remise en mains propres est réputée de façon concluante avoir été remise le jour de sa remise réelle et, si elle est transmise par télécopieur ou par courriel, le jour de sa transmission.

10. Modifications

(1) Le modèle de la présente entente est celui prévu à l'article 1 de la Politique 7.10 aux termes des RUIM et les modalités de la présente entente sont modifiées sans autre geste de la part de SRM, de la personne ayant droit d'accès ou de tout représentant à la date de prise d'effet de toute approbation, par les autorités en valeurs mobilières compétentes, de toute modification apportée à l'article 1 de la Politique 7.10. SRM doit fournir un avis à la personne ayant droit d'accès et à chaque représentant de toute proposition de la part de SRM adressée aux autorités en valeurs mobilières compétentes visant à modifier l'article 1 de la Politique 7.10.

(2) Toute modification contenue dans une annexe à la présente entente prend effet au moment de la délivrance par SRM par écrit ou sur support électronique d'un accusé de réception d'une modification dans une annexe à la présente entente établie conformément aux modalités de la présente entente.

11. Conservation des exemplaires originaux des annexes

La personne ayant droit d'accès doit conserver dans ses dossiers et registres un exemplaire original signé de la présente entente (y compris un exemplaire original de chaque annexe B jointe à la présente entente qui porte la signature manuscrite du représentant concerné), et ce, pendant une durée de sept ans suivant la fin, l'expiration ou la résiliation de la présente entente.

12. Cession

SRM peut céder la présente entente à une entité qui devient le fournisseur de services de réglementation à l'égard d'un marché désigné.

13. Droit applicable

La présente entente est interprétée et régie à tous égards par le régime de droit de la province de l'Ontario et les lois applicables du Canada.

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

EN FOI DE QUOI, la présente Convention relative à une personne ayant droit d'accès et à un représentant est signée le _____ jour d _____ 200_____.

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

[NOM DE LA PERSONNE AYANT DROIT D'ACCÈS]

Par : _____

Nom :

Titre :

Par : _____

Nom :

Titre :

ANNEXE A

MARCHÉS DÉSIGNÉS

Aux fins de la présente annexe à la Convention relative à une personne ayant droit d'accès et à un représentant intervenue entre Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») et la personne ayant droit d'accès (l'« entente »), un *marché désigné* s'entend d'un marché à l'égard duquel les services de SRM ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation et auquel a accès la personne ayant droit d'accès du fait :

- d'être adhérent au marché qui est un système de négociation parallèle,
- d'être utilisateur d'un marché qui est un système de cotation et de déclaration d'opérations,
- de s'être vu accorder un accès parrainé par un courtier.

Nom du marché désigné	**Nature de l'accès** (adhérent, utilisateur ou accès parrainé par un courtier)	**Participant fournissant un accès parrainé par un courtier**		**Identificateur attribué à la personne ayant droit d'accès par le marché ou le participant**	**Dates de prise d'effet de l'accès au marché désigné**	
		Nom	Numéro de négociation		Début	Fin

En inscrivant le code de dépôt attribué par SRM, la personne ayant droit d'accès atteste que les renseignements figurant dans la présente Annexe A sont véridiques et exacts à la date du dépôt de la présente Annexe A auprès de SRM. Au moment du dépôt de la présente Annexe A auprès de SRM, celle-ci fait partie de l'entente. Un exemplaire original signé de la présente Annexe doit être conservé dans les registres et dossiers de la personne ayant droit d'accès pendant une durée de sept ans suivant la fin, l'expiration ou la résiliation de l'entente.

Date du dépôt	**Code de dépôt**	**Nom de la personne ayant droit d'accès**	**Nom du dirigeant autorisé**	**Signature du dirigeant autorisé**

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

ANNEXE B

REPRÉSENTANTS ET FORMATION

Aux fins de la présente annexe à la Convention relative à une personne ayant droit d'accès et à un représentant intervenue entre Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») et la personne ayant droit d'accès (l'« entente »), un *représentant* s'entend de chaque administrateur, dirigeant ou employé de la personne ayant droit d'accès qui, pour le compte de la personne ayant droit d'accès :

- soit peut saisir un ordre sur un marché désigné,
- soit est responsable de la supervision de tout ordre saisi par un administrateur, dirigeant ou employé de la personne ayant droit d'accès sur un marché désigné.

Un *marché désigné* s'entend d'un marché à l'égard duquel les services de SRM ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation et auquel a accès la personne ayant droit d'accès du fait :

- d'être adhérent au marché qui est un système de négociation parallèle,
- d'être utilisateur d'un marché qui est un système de cotation et de déclaration d'opérations,
- de s'être vu accorder un accès parrainé par un courtier.

Nom du marché désigné	**Qualité** (négociateur ou superviseur)	**Participant accordant un accès parrainé par un courtier**		**Identificateur attribué à la personne ayant droit d'accès par le marché ou le participant**	**Obligation de formation** (le cas échéant)	
		Nom	Numéro de négociation		Nom du cours	Cours terminé le

En inscrivant le code de dépôt attribué par SRM, la personne ayant droit d'accès atteste que les renseignements figurant dans la présente Annexe B sont véridiques et exacts à la date du dépôt de la présente Annexe B auprès de SRM. Au moment du dépôt de la présente Annexe B auprès de SRM, celle-ci fait partie de l'entente. Une Annexe B distincte doit être remplie à l'égard de chaque personne qui constitue un *représentant* de la personne ayant droit d'accès. Un exemplaire original signé de la présente Annexe doit être conservé dans les registres et dossiers de la personne ayant droit d'accès pendant une durée de sept années suivant la fin, l'expiration ou la résiliation de la présente entente. **En signant la présente Annexe B, le (la) soussigné(e), en contrepartie du droit de saisir des ordres pour le compte de la personne ayant droit d'accès ou de superviser la saisie de ces ordres, reconnaît les obligations applicables aux représentants énoncées dans l'entente et dans les Règles universelles d'intégrité du marché, et en convient.**

Date du dépôt	**Code de dépôt**	**Nom de la personne ayant droit d'accès**	**Nom du représentant**	**Signature du représentant**	**Numéro de téléphone au bureau**

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

Annexe « B »

Résumé des obligations aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché

Le tableau qui suit donne un récapitulatif des obligations imposées aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché aux marchés, participants, personnes ayant droit d'accès et aux divers dirigeants, administrateurs, employés et aux parties liées. Le tableau prend pour hypothèse que les modifications proposées ont été approuvées par les autorités de reconnaissance. Les obligations qui seront mises en œuvre ou qui seront considérablement touchées par l'adoption des modifications proposées ont été surlignées.

Définitions

Si les modifications proposées sont adoptées, les définitions suivantes s'appliqueraient aux fins des Règles universelles d'intégrité du marché :

personne ayant droit d'accès S'entend d'une personne autre qu'un participant qui :

~~(a)~~a) est un membre;

~~(b)~~b) est un adhérent;

~~(c)~~c) est un utilisateur;

~~(d)~~d) dispose d'un accès parrainé par un courtier.

accès parrainé par un courtier S'entend du droit d'accès au système de négociation d'un marché soit directement soit par l'intermédiaire d'une connexion électronique au système d'acheminement des ordres d'un participant que ce dernier a accordé à un client qui constitue un « client institutionnel » aux fins du Principe directeur n° 4 – *Normes minimales concernant l'ouverture, le fonctionnement et la surveillance des comptes institutionnels* de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.

participant S'entend :

a) soit d'un courtier inscrit conformément aux lois sur les valeurs mobilières d'un territoire qui est en mesure d'agir en qualité d'intermédiaire pour le compte de clients à l'égard de titres négociés sur un marché et qui, selon le cas :

   (i) est un membre,

   (ii) est un utilisateur,

   (iii) est un adhérent,

   (iv) dispose d'un accès parrainé par un courtier;

b) soit d'une personne à qui l'accès à la négociation sur un marché a été accordé et qui exerce les fonctions d'un teneur de marché des instruments dérivés.

personne réglementée S'entend, à l'égard de la compétence qu'exerce une autorité de contrôle du marché relativement aux gestes que :

a) tout marché pour lequel l'autorité de contrôle du marché agit ou agissait à titre de fournisseur de services de réglementation au moment où les gestes ont été posés;

b) tout participant ou toute personne ayant droit d'accès pour lesquels l'autorité de contrôle du marché agit ou agissait à titre de fournisseur de services de réglementation au moment où les gestes ont été posés;

c) toute personne chargée de veiller au respect des présentes règles par d'autres personnes conformément au paragraphe 10.3 des présentes ou à qui on avait confié cette responsabilité au moment où les gestes ont été posés;

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

d) toute personne à qui les présentes règles s'appliquent conformément au paragraphe 10.4 des présentes ou à qui les règles s'appliquaient au moment où les gestes ont été posés;

e) toute personne assujettie à une règle du marché pour lequel une autorité de contrôle du marché agit ou agissait à titre de fournisseur de services de réglementation au moment où les gestes ont été posés.

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

Disposition des RUIM	Description de la Règle	Marchés		Personne réglementée	Catégorie d'accès	
		Bourse/ SCDO	SNP		Participant	Personne ayant droit d'accès
Article 1	**Définitions et interprétation**					
1.1	*Définitions* – définition des expressions utilisées dans les Règles et dans toute Politique.	√	√		√	√
1.2	*Interprétation* – adoption de définitions utilisées dans d'autres textes applicables et règles générales afin d'établir les cours.	√	√		√	√
Article 2	**Pratiques de négociation abusives**					
2.1	*Principes d'équité* – obligation de faire preuve de transparence et de loyauté dans le commerce conformément aux principes d'équité dans le commerce.				√	√ **1**
2.2	*Pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses* – interdiction d'avoir recours à certaines pratiques dans le cadre de la négociation sur un marché.				√	√
2.3	*Ordres et transactions irréguliers* – interdiction de saisie d'un ordre ou d'exécution d'une transaction qui n'est pas conforme aux exigences réglementaires ou aux exigences du marché.				√	√
Article 3	**Vente à découvert**					
3.1	*Restrictions applicables aux ventes à découvert* – restrictions applicables à la vente de titres à découvert moyennant un cours inférieur au *dernier cours vendeur*.				√	√
Article 4	**Transactions en avance sur le marché**					
4.1	*Transactions en avance sur le marché* – interdiction de devancer les ordres clients.				√	
Article 5	**Obligation de meilleure exécution**					
5.1	*Exécution d'ordres clients au meilleur cours* – obligation générale de garantir qu'un ordre client soit exécuté selon les modalités les plus avantageuses.				√	
5.2	*Obligation d'accorder le meilleur cours* – obligation de garantir qu'un ordre client ne pourrait pas être exécuté sur un autre marché moyennant un meilleur cours.				√	
5.3	*Priorité aux clients* – priorité accordée aux ordres clients par rapport aux ordres propres et aux ordres non-clients.				√	
Article 6	**Saisie et diffusion d'ordres**					
6.1	*Saisie d'ordres sur un marché* – établissement d'échelons de négociation standard à l'égard d'ordres et tous les ordres sont assujettis à des règles de négociation spéciales publiées par une bourse ou un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu.	√	√		√	√
6.2	*Désignations et identificateurs* – exigence d'affixer des désignations et identificateurs standard à chaque ordre saisi sur un marché.	√	√		√ **2**	√ **2**

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

Disposition des RUIM	Description de la Règle	Marchés		Personne réglementée	Catégorie d'accès	
		Bourse/ SCDO	SNP		Participant	Personne ayant droit d'accès
6.3	*Diffusion d'ordres clients* – exigence que des ordres clients inférieurs à une taille déterminée soient saisis immédiatement sur un marché.				√	
6.4	*Transactions devant être réalisées sur un marché* – obligation générale que les transactions réalisées par des courtiers et des entités liées se fassent sur un marché.				√	
Article 7	**Négociation sur un marché**					
7.1	*Obligations de supervision de la négociation* – obligation d'avoir des politiques et procédures de négociation écrites, nomination du personnel de supervision et examen d'ordres avant leur saisie sur un marché.		**√ 3**		√	
7.2	*Obligations de compétence et de formation* – exigence que les personnes qui saisissent des ordres sur un marché aient fait preuve de compétence ou de formation à l'égard des règles de négociation et les marchés ont l'obligation de s'assurer que les *personnes ayant droit d'accès* soient formées dans l'application des règles.	**√ 4**	**√ 4**		√	**√ 4**
7.3	*Responsabilité à l'égard d'offres d'achat, d'offres de vente et de transactions* – cette disposition prévoit que toutes les offres d'achat et toutes les offres de vente acceptées sur un marché forment des contrats exécutoires et attribuent au *participant* ou au SNP la responsabilité à l'égard de l'ordre et des contrats lorsque l'ordre a été saisi sur le SNP par une *personne ayant droit d'accès*.		**√ 5**		√	
7.4	*Registre des contrats et registre officiel des transactions* – le registre des contrats du marché doit régir le règlement et les différends – obligation imposée au marché de fournir des renseignements sur les transactions à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information.	√	√			
7.5	*Prix affichés* – cette disposition restreint les commissions négatives à l'égard de transactions réalisées avec des clients.				√	
7.6	*Transactions annulées* – cette disposition prévoit qu'une transaction annulée n'a aucune incidence sur la validité des transactions subséquentes.	√	√		√	√
7.7	*Restrictions des négociations imposées aux participants prenant part à un placement* – cette disposition restreint la négociation à l'égard d'un *titre coté en bourse* ou d'un *titre inscrit* sur un marché par un *courtier soumis à des restrictions* dans le cadre de diverses opérations sur titres, y compris des distributions, des offres publiques d'achat, des offres publiques de rachat, des fusions, des arrangements et des opérations semblables.				√	

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

Disposition des RUIM	Description de la Règle	Marchés		Personne réglementée	Catégorie d'accès	
		Bourse/ SCDO	SNP		Participant	Personne ayant droit d'accès
7.8	*Négociation de titres cotés en bourse ou de titres inscrits par un teneur de marché des instruments dérivés* – cette disposition exige le respect d'exigences supplémentaires d'une bourse ou imposées par une bourse ou un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu par un système.				√	
7.9	*Dispositions se rapportant à l'accès parrainé par un courtier aux marchés* – obligation d'un participant de fournir des renseignements à une *autorité de contrôle du marché* concernant l'octroi d'un *accès parrainé par un courtier*.				√ **6**	
7.10	*Entente intervenue entre une autorité de contrôle du marché et une personne ayant droit d'accès* – obligation pour une *personne ayant droit d'accès* de conclure une entente normalisée avec une *autorité de contrôle du marché* et interdisant à la *personne ayant droit d'accès* de saisir des ordres, et au marché sciemment d'accepter des ordres, jusqu'à ce que l'entente ait été signée.	√ **7**	√ **7**		√ **7**	√ **7**
Article 8	**Transactions pour compte propre**					
8.1	*Exécution d'ordres clients pour compte propre* – obligation générale imposée à un courtier lorsqu'il négocie un ordre client contre un *ordre propre* ou un *ordre non-client*.				√	
Article 9	**Interruptions, retards et suspensions de la négociation**					
9.1	*Interruptions, retards et suspensions réglementaires de la négociation* – dispositions uniformes établies à l'égard des interruptions, des retards et des suspensions qui doivent être observées sur tous les marchés.	√	√		√	√
Article 10	**Conformité**					
10.1	*Obligation de conformité* – obligation générale de se conformer aux RUIM et au cadre prévu pour les instances en matière d'application.	√	√		√	√
10.2	*Enquêtes* – autorité générale de l'*autorité de contrôle du marché* d'exiger des renseignements dans le cadre d'une enquête.			√		
10.3	*Portée étendue de la responsabilité* – cette disposition impute une responsabilité aux *participants* et aux *personnes ayant droit d'accès* pour le comportement de leurs administrateurs, dirigeants, associés et employés et rend les superviseurs responsables des gestes des employés qu'ils supervisent.				√	√
10.4	*Portée étendue des restrictions* – cette disposition élargit le champ d'application de certaines règles à des entités liées de personnes ayant un accès au marché ainsi qu'aux administrateurs, dirigeants, associés et employés de la personne ayant un accès et aux				√	√

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

Disposition des RUIM	Description de la Règle	Marchés		Personne réglementée	Catégorie d'accès	
		Bourse/ SCDO	SNP		Participant	Personne ayant droit d'accès
	entités liées.					
10.5	*Pouvoirs et sanctions* – cette disposition énonce les pénalités et sanctions que peut imposer l'*autorité de contrôle du marché* à l'égard d'une violation des RUIM.			√		
10.6	*Exercice des pouvoirs* – cette disposition établit le pouvoir des Comités présidant l'audience d'imposer les sanctions et pénalités et la faculté de porter en appel les ordonnances de Comités présidant l'audience à l'autorité en valeurs mobilières compétente.	√	√	√	√	√
10.7	*Imposition des frais* – pouvoir de l'*autorité de contrôle du marché* d'imposer des frais dans le cadre d'une ordonnance.	√	√	√	√	√
10.8	*Pratiques et procédures* – cette disposition prévoit la faculté de l'*autorité de contrôle du marché* d'adopter des pratiques et procédures se rapportant aux audiences.	√	√	√	√	√
10.9	*Pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché* – cette disposition prévoit le pouvoir général qui est nécessaire afin d'administrer les RUIM et de réglementer les marchés.	√	√		√	√
10.10	*Relevés de positions à découvert* – obligation de fournir des renseignements sur des positions à découvert à l'*autorité de contrôle du marché*.				√	√
10.11	*Règles sur la piste de vérification* – exigence que chaque courtier consigne des renseignements sur chaque ordre saisi sur un marché et les fournisse à l'*autorité de contrôle du marché* et que chaque courtier et *personne ayant droit d'accès* fournissent les renseignements supplémentaires qui peuvent être exigés concernant la transaction ou des ordres antérieurs ou subséquents visant le même titre ou un titre relié.				√	√ **8**
10.12	*Conservation et inspection des dossiers et des directives* – obligation que les courtiers conservent des dossiers et registres d'ordres et que les courtiers et les *personnes ayant droit d'accès* permettent à une *autorité de contrôle du marché* convenable de consulter les registres et dossiers.				√	√ **9**
10.13	*Échange et transmission de renseignements par des autorités de contrôle du marché* – cette disposition exige que les *autorités de contrôle du marché* fournissent des renseignements et de l'aide à d'autres entités réglementaires en vue de l'administration et de l'application des règles.	√	√			
10.14	*Synchronisation des horloges* – cette disposition exige que tous les marchés et tous les participants synchronisent leurs horloges en vue de la consignation de données.	√	√		√	

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

Disposition des RUIM	Description de la Règle	Marchés		Personne réglementée	Catégorie d'accès	
		Bourse/ SCDO	SNP		Participant	Personne ayant droit d'accès
10.15	*Attribution d'identificateurs et de symboles* – cette disposition prévoit un mécanisme pour l'attribution d'identificateurs uniques aux marchés et aux courtiers et de symboles uniques aux titres qui sont admissibles à la négociation sur un marché.	√	√		√	√
10.16	*Obligations de veiller aux intérêts du client imposées aux administrateurs, dirigeants et employés de participants et de personnes ayant droit d'accès* – obligation de faire enquête sur des violations éventuelles et de signaler les conclusions à l'égard de violations de certaines règles.				√	√ **10**
10.17	*Obligations de veiller aux intérêts du client imposées aux personnes ayant droit d'accès* – obligation de signaler le non-respect possible de l'entente intervenue entre la *personne ayant droit d'accès* et l'*autorité de contrôle du marché*, de faire enquête sur les violations éventuelles et de signaler les conclusions à l'égard de violations de certaines règles.	√ **11**	√ **11**		√ **11**	
Article 11	**Administration des règles**					
11.1	*Dispense générale* – cette disposition accorde à chaque *autorité de contrôle du marché* le pouvoir de dispenser une personne ou une opération déterminée de l'application d'une règle.	√	√	√	√	√
11.2	*Pouvoir normatif général* – cette disposition accorde à chaque *autorité de contrôle du marché* le pouvoir de prendre une Politique ou d'effectuer une désignation afin d'aider dans l'administration d'une règle.	√	√	√	√	√
11.3	*Examen ou appel des décisions rendues par une autorité de contrôle du marché* – toute décision rendue par une *autorité de contrôle du marché* ou un *responsable de l'intégrité du marché* peut être examinée par une autorité en valeurs mobilières ou portée en appel devant celle-ci.	√	√	√	√	√
11.4	*Mode de notification* – obligation générale de donner avis à toute personne.	√	√	√	√	√
11.5	*Calcul des délais* – règle générale concernant le calcul des délais.	√	√	√	√	√
11.6	*Renonciation à un avis* – faculté de renoncer à l'exigence de donner avis.	√	√	√	√	√
11.7	*Omissions ou vices de notification* – disposition d'exception lorsqu'un avis est donné irrégulièrement.	√	√	√	√	√
11.8	*Dispositions transitoires* – ces dispositions prévoient un mécanisme pour la transition des règles du marché et des instances disciplinaires vers l'*autorité de contrôle du marché* dont les services ont été retenus par le marché en	√	√	√	√	√

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

Disposition des RUIM	Description de la Règle	Marchés		Personne réglementée	Catégorie d'accès	
		Bourse/ SCDO	SNP		Participant	Personne ayant droit d'accès
	qualité de fournisseur de services de réglementation.					
11.9	*Non-application des règles* – cette disposition limite l'application des RUIM.	√	√	√	√	√
11.10	*Indemnisation et responsabilité limitée de l'autorité de contrôle du marché* – cette disposition prévoit l'indemnisation et la responsabilité limitée de l'*autorité de contrôle du marché* et de ses administrateurs, dirigeants et employés.	√	√	√	√	√
11.11	*Statuts des règles et des Politiques* – les règles et les Politiques s'appliquent en cas de conflit avec une règle du marché ou la fonctionnalité d'un système de négociation d'un marché sauf si une dispense précise a été accordée par l'autorité en valeurs mobilières.	√	√	√	√	√

Notes : Certaines des dispositions des RUIM ont une application limitée soit aux SNP soit aux *personnes ayant droit d'accès*. Notamment :

1. Règle 2.1 – Une *personne ayant droit d'accès* est tenue de faire preuve de « transparence et de loyauté » dans ses opérations mais ne sera pas assujettie aux « principes d'équité dans le commerce » qui sont généralement réputés applicables aux personnes ayant des obligations fiduciaires.

2. Règle 6.2 – Certaines désignations d'ordres s'appliquent uniquement aux courtiers (par exemple l'exigence de désigner un *ordre propre*, un *ordre non-client*, un *ordre de jitney*, etc.). Les *personnes ayant droit d'accès* sont tenues de désigner les ordres pour ce qui est de leur type, notamment de préciser si l'ordre est une vente à découvert, et si la *personne ayant droit d'accès* est un initié ou un actionnaire important vis-à-vis du titre qui fait l'objet de l'ordre. Les modifications proposées exigeraient que les ordres saisis par une *personne ayant droit d'accès* disposant d'un *accès parrainé par un courtier* renferment l'identificateur attribué par le *participant*.

3. Règle 7.1 – Les modifications proposées exigeraient qu'un SNP effectue des examens en vue de la conformité à l'égard d'ordres saisis sur le SNP par un adhérent qui est une *personne ayant droit d'accès*.

4. Règle 7.2 – Actuellement, un SNP est tenu de s'assurer qu'une *personne ayant droit d'accès* a été formée à l'égard de l'application des règles. Si les modifications proposées sont adoptées et afin d'élargir la définition d'une *personne ayant droit d'accès* afin d'inclure un client disposant d'un *accès parrainé par un courtier*, une bourse ou un SCDO qui autorise l'*accès parrainé par un courtier* serait également assujetti à cette obligation. Les modifications proposées exigeraient également que les divers administrateurs, dirigeants et employés d'une *personne ayant droit d'accès* aient terminé les cours de formation avant de saisir des ordres sur un marché. Cette exigence entrerait en vigueur un an suivant l'approbation des modifications proposées.

5. Règle 7.3 – Un SNP est responsable de toutes les transactions découlant des ordres saisis par l'entremise du SNP sous réserve de l'obligation d'une *personne ayant droit d'accès* d'assurer la conformité aux exigences prévues dans les règles et dans chaque Politique. Sur des marchés autres qu'un SNP, cette obligation est imposée aux *participants*, soit les intermédiaires inscrits entre le client et le marché.

6. Règle 7.9 – Les modifications proposées imposeraient une nouvelle obligation à un *participant* de fournir des renseignements à une *autorité de contrôle du marché* concernant l'octroi d'un *accès parrainé par un courtier* avant que le *participant* n'accepte des ordres du client saisis par l'entremise de l'*accès parrainé par le courtier*.

7. Règle 7.10 – Les modifications proposées imposeraient une exigence à une *personne ayant droit d'accès* de conclure une entente normalisée avec une *autorité de contrôle du marché* et interdirait à la *personne ayant droit d'accès* de saisir des ordres, ou au marché sciemment d'accepter des ordres, jusqu'à ce que l'entente ait été signée.

8. Règle 10.11 – Une *personne ayant droit d'accès* n'est pas tenue de conserver ou de transmettre un dossier, un registre ou un fichier électronique d'un ordre à une *autorité de contrôle du marché*. Une *personne ayant droit d'accès* est tenue de fournir à l'*autorité de contrôle du marché* du marché sur lequel l'ordre a été saisi ou exécuté certains renseignements concernant cet ordre ou cette transaction ou d'autres ordres ou transactions antérieurs ou subséquents visant le même titre ou un titre relié.

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

9. Règle 10.12 – Une *personne ayant droit d'accès* n'est pas tenue de conserver des dossiers, fichiers ou registres déterminés à l'égard de chaque ordre. Toutefois, l'*autorité de contrôle du marché* du marché sur lequel un ordre a été saisi ou exécuté peut consulter tous dossiers, fichiers ou registres conservés par la *personne ayant droit d'accès* concernant un ordre ou une transaction.

10. Règle 10.16 – Une *personne ayant droit d'accès* est tenue de faire enquête sur des violations éventuelles des dispositions suivantes : la règle 2.1(2) concernant la transparence et la loyauté dans le commerce; la règle 2.2 concernant les activités manipulatrices et trompeuses et la règle 2.3 concernant les ordres ou les transactions irréguliers. Si l'enquête établit qu'une violation s'est produite, cette conclusion doit être signalée à une *autorité de contrôle du marché*.

11. Règle 10.17 – Les modifications proposées imposeraient une obligation à un *marché désigné* ou un *participant* qui a fourni un *accès parrainé par un courtier* de signaler le non-respect possible de l'entente intervenue entre la *personne ayant droit d'accès* et l'*autorité de contrôle du marché* ainsi que de signaler des violations possibles de certaines règles à l'égard d'ordres saisis sur le *marché désigné* ou par l'entremise du *participant* par une *personne ayant droit d'accès*.

7.3.2 Publication

Services de dépôt et de compensation CDS inc. (« CDS ») – Modifications d'ordre technique aux Procédés et méthodes de la CDS – Restrictions relatives aux droits et privilèges

a) Contexte :

Le 23 janvier 2007, la CDS a soumis un avis de modifications importantes aux Règles de la CDS afférentes aux restrictions relatives aux droits et privilèges. Sous réserve des approbations réglementaires, la date d'entrée en vigueur de ces modifications importantes sera le 9 avril 2007. Les modifications d'ordre technique proposées sont apportées au terme des modifications susmentionnées aux *Règles de la CDS à l'intention des adhérents*.

Les Procédés et méthodes avec marques de changements peuvent être consultés à partir du site Web de la CDS à l'adresse :

http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-FR-061117modifications?Open

b) Description des modifications proposées :

Au chapitre 8 intitulé « Activités de droits et privilèges » du *Guide de l'utilisateur et Procédés et méthodes du CDSX,* les modifications proposées consistent en l'ajout d'une remarque rappelant aux adhérents qui utilisent le CDSX qu'ils sont responsables de toute mesure prise à l'égard des droits qu'ils ont reçus pour le compte de détenteurs réels ne pouvant pas prendre part au placement de droits (c.-à-d. les détenteurs de parts non admissibles).

c) Motifs de la classification d'ordre technique :

Les modifications proposées dans le cadre du présent avis sont considérées comme étant d'ordre technique, puisqu'il s'agit de modifications corrélatives visant la mise en œuvre des modifications importantes aux Règles qui ont été publiées aux fins de sollicitation de commentaires et indiquent uniquement les aspects importants déjà compris dans les modifications importantes aux Règles dont fait état l'avis de modifications importantes aux Règles.

d) Date d'entrée en vigueur des modifications proposées :

Conformément à l'Annexe A (intitulée *« Protocole d'examen et d'approbation des Règles de Services de l'Autorité des marchés financiers* ») de la décision 2006-PDG-0180 de l'Autorité des marchés financiers, entrée en vigueur le 1er novembre 2006, la CDS a établi que ces modifications entreront en vigueur le 23 avril 2007.

e) Questions :

Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent avis, veuillez communiquer avec :

Tony Hoffman
Conseiller juridique
Services de dépôt et de compensation CDS inc.
85, rue Richmond Ouest
Toronto (Ontario) M5H 2C9

Téléphone : (416) 365-3768
Télécopieur: (416) 365-1984
Courriel: attention@cds.ca

7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.