



SUPPLÉMENT À LA SECTION VALEURS MOBILIÈRES
DU BULLETIN DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

2005-06-10, Volume 2, n° 23

*Services de réglementation du marché inc. - Règles universelles
d'intégrité du marché – Définition de l' « affichage applicable du
marché »*

*Services de réglementation du marché inc. - Règles universelles
d'intégrité du marché – Dispositions en vue de favoriser la mise
sur pied de multiples marchés*

*Services de réglementation du marché inc. - Règles universelles
d'intégrité du marché – Dispositions se rapportant à la priorité
aux clients*

10 juin 2005

N° 2005-018

Acheminement suggéré : Négociation, Affaires juridiques et Conformité

AVIS DE CONSULTATION

DÉFINITION DE L’AFFICHAGE APPLICABLE DU MARCHÉ

Résumé

Le 24 mai 2005, le conseil d’administration de Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a approuvé une modification aux Règles et aux Politiques prises en application des Règles universelles d’intégrité du marché (« RUIM ») en vue de remplacer la définition d’un *affichage consolidé du marché* par l’expression *affichage applicable du marché*. La définition de l’*affichage applicable du marché* :

- élimine la nécessité que la liste consolidée préparée par une agence de traitement de l’information ou que les informations relatives aux ordres et aux transactions recueillies par un fournisseur d’information doivent comprendre les détails fournis par le « marché principal » à l’égard d’un titre donné;
- prévoit qu’en l’absence d’une agence de traitement de l’information, les informations fournies par un fournisseur d’information peuvent servir d’*affichage applicable du marché* seulement si le fournisseur d’information respecte les normes établies par une autorité de contrôle du marché.

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, 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 la Norme canadienne 23-101.

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, en tant que bourses reconnues (les « Bourses ») et par Bloomberg Tradebook Canada Company (« Bloomberg »), Liquidnet Canada Inc. et Markets Securities Inc., en tant que systèmes de négociation parallèle (« SNP »).

Le Comité consultatif sur les règles (« CCR ») de SRM a examiné la modification proposée à la définition d'*affichage consolidé du marché* et a recommandé son adoption par le conseil d'administration. Le CCR est un comité consultatif formé des 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.

La modification aux RUIM entrera en vigueur dès son approbation par les autorités de reconnaissance après avis public et commentaires. Les commentaires à l'égard des modifications proposées devraient être consignés par écrit et présentés à la personne suivante au plus tard le **11 juillet 2005** :

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
C.P. 939
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

Contexte des modifications proposées

Tant la définition actuelle d'*affichage consolidé du marché* que la définition proposée d'*affichage applicable du marché* envisage qu'il peut exister des listes de données multiples qui respectent la définition. Un participant ou une personne ayant droit d'accès, en se conformant aux dispositions des RUIM, aurait le droit de se fier aux renseignements concernant les ordres et les transactions sur les marchés auxquels a accès le participant ou la personne ayant droit d'accès s'ils proviennent d'une source qui respecte la définition. Il n'y a aucune exigence qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès s'abonne à des listes de données auprès de sources qui fourniraient des renseignements sur des ordres ou des transactions de tous les marchés. Toutefois, la définition actuelle d'*affichage consolidé du marché* exige des renseignements concernant des ordres et des transactions fournis par le « marché principal » à l'égard d'un titre donné. Comme la notion du « marché principal » a été supprimée de la Norme sur le fonctionnement du marché avec prise d'effet le 4 janvier 2004, il est proposé de la supprimer des RUIM.

Les modifications apportées à la Norme sur le fonctionnement du marché ont également éliminé la nécessité de l'intégration du marché, y compris l'exigence que les marchés conservent une connexion électronique à tous les autres marchés négociant les mêmes titres. Dans ces circonstances, en vue de garantir que les « listes de données » auxquelles se fierait un participant ou une personne ayant droit d'accès sont convenables pour que cette personne puisse s'acquitter des obligations qui lui incombent aux termes des RUIM (en particulier en ce qui a trait au *meilleur cours vendeur*, au *meilleur cours acheteur* et au *dernier cours vendeur* indiqués dans un affichage consolidé du marché), la Norme sur le fonctionnement du marché a été modifiée afin de prévoir que les fournisseurs de données auxquels un marché donne des renseignements sur les ordres et les transactions doivent « respecter les normes » établies par un fournisseur de services de réglementation.

La définition proposée de l'*affichage applicable du marché* constitue la première étape dans l'établissement par SRM de normes pour la transmission par les marchés de renseignements sur les ordres et transactions à SRM et aux fournisseurs d'information. (Se reporter à la rubrique ci-dessous intitulée « Établissement de normes pour les fournisseurs d'information et pour la transmission de données aux autorités de réglementation ».)

Résumé de la modification proposée

La définition proposée d'*affichage applicable du marché* diffère de la définition d'*affichage consolidé du marché* en ce sens qu'elle :

- supprime l'exigence que la liste consolidée préparée par une agence de traitement de l'information ou que les informations relatives aux ordres et aux transactions recueillies par un fournisseur d'information comprennent des détails sur des ordres et des transactions visant un titre déterminé provenant du « marché principal » à l'égard de ce titre;

- prévoit qu'en l'absence d'une agence de traitement de l'information, il est possible de se fier aux renseignements fournis par un fournisseur d'information à titre d'*affichage applicable du marché* uniquement si le fournisseur d'information respecte les normes établies par une autorité de contrôle du marché.

La modification précise également que les renseignements pertinents à l'égard de chaque participant ou personne ayant droit d'accès seront établis par les marchés auxquels a accès le participant ou la personne ayant droit d'accès. Un participant sera tenu de se reporter aux renseignements sur les ordres et les transactions provenant de chaque :

- bourse dont il est membre;
- système de cotation et de déclaration d'opérations (« SCDO ») reconnu dont il est utilisateur;
- SNP dont il est adhérent.

Une personne ayant droit d'accès sera tenue de se reporter aux renseignements concernant les ordres et les transactions provenant de chaque :

- SCDO dont elle est utilisateur;
- SNP dont elle est adhérent;
- bourse à laquelle ou SCDO auquel des droits d'accès lui ont été accordés, soit directement soit par l'entremise d'une connexion électronique au système d'acheminement des ordres d'un membre ou d'un utilisateur.

Actuellement, une personne ayant droit d'accès qui est adhérent d'un SNP serait obligée de tenir compte des renseignements pertinents concernant les ordres et les transactions provenant de :

- la TSX si un accès lui a été octroyé au système d'acheminement des ordres d'un participant en vertu de la Politique 2-501 de la TSX;
- la BC TSX si un accès lui a été accordé au système d'acheminement des ordres d'un participant en vertu des « règles relatives à l'accès direct » de la BC TSX.

Établissement de normes pour les fournisseurs d'information et pour la transmission de données aux autorités de réglementation

Pour l'heure, aucune entité n'a déposé de demande en vue d'être reconnue à titre d'« agence de traitement de l'information » pour les marchés des titres de participation aux fins de la Norme sur le fonctionnement du marché. En soi, chaque marché doit fournir des « informations exactes et à jour » à un fournisseur d'information qui « respecte les normes établies par le fournisseur de services de réglementation » à l'égard de :

- chaque ordre visant un titre coté en bourse, un titre inscrit ou un titre coté à l'étranger si le marché affiche les ordres;
- chaque transaction visant un titre coté en bourse, un titre inscrit ou un titre coté à l'étranger.

SRM établira et fixera certaines normes minimales à l'égard de la liste de données provenant des marchés et fournie aux fournisseurs d'information pour ce qui est des éléments de données requis et du caractère opportun et de la fonctionnalité (la « liste des données »). Au-delà des normes minimales établies par le fournisseur de services de réglementation, chaque marché serait libre de fournir les renseignements qu'il estime appuyer sa position concurrentielle.

En outre, chaque marché qui retient les services d'un fournisseur de services de réglementation en vue de surveiller l'activité de négociation sur ce marché doit fournir au fournisseur de services de réglementation des renseignements à l'égard des ordres et des transactions (la « liste de données réglementaires »). SRM établira et fixera une norme commune pour la liste de données réglementaires qui lui est fournie par chaque marché qui a retenu ses services en vue d'agir en qualité de fournisseur de services de réglementation, et ce pour ce qui est :

- des éléments de données qui doivent être fournis;
- de l'intégrité des données;
- du niveau de service de transmission.

Dans le cadre actuel, un marché pourrait fournir la liste de données réglementaires ainsi que la liste de données en :

- transmettant la liste de données réglementaires à la TSX ou à un autre marché qui la fournirait à SRM et en diffusant publiquement les renseignements relatifs aux ordres et aux transactions;
- transmettant la liste de données réglementaires à un fournisseur d'information agréé qui la fournirait à SRM et en diffusant publiquement les renseignements relatifs aux ordres et aux transactions;
- transmettant directement une liste de données à SRM aux fins réglementaires et en fournissant distinctement des renseignements concernant les ordres et les transactions à un fournisseur d'information agréé en vue d'une diffusion publique.

Chaque fournisseur de services de réglementation définira le processus, la teneur commerciale des listes de données réglementaires et de l'information à fournir selon les règles de transparence, y compris les éléments de données de base, le catalogue de messages et les normes sur le niveau de service. Le fournisseur de services de réglementation établira également les normes de niveau de service pour la transmission et la réception de données sur le marché à destination et en provenance de fournisseurs d'information et de marchés selon ce qui est prévu dans la Norme sur le fonctionnement du marché. Le fournisseur de services de réglementation cernerá, par l'entremise d'un processus d'agrément, quels fournisseurs d'information respectent les normes qu'il établit.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») ont indiqué que, s'il existe plusieurs fournisseurs de services de réglementation, les normes des divers fournisseurs de services de réglementation doivent être compatibles les unes avec les autres. Afin de garantir l'intégrité du marché pour la négociation de titres sur plusieurs marchés, les autorités en valeurs mobilières canadiennes, par l'entremise de leur pouvoir de surveillance des fournisseurs de services de réglementation, examineront et superviseront les normes établies par l'ensemble des fournisseurs de services de réglementation pour s'assurer que la teneur commerciale, les normes sur le niveau de service et les autres normes pertinentes sont pour l'essentiel semblables à l'égard de tous les fournisseurs de services de réglementation. Le coût de l'élaboration des normes applicables n'est pas connu pour l'instant. En outre, les ACVM n'ont pas indiqué qui devrait supporter les coûts ni la manière dont ils devraient être récupérés (p. ex. il reste à savoir si chaque fournisseur de services de réglementation, y compris SRM, serait censé récupérer les coûts de l'élaboration des normes applicables en imposant des frais aux fournisseurs d'information dans le cadre du processus d'agrément, en les prélevant sur les frais généraux de réglementation versés par les participants ou encore en les récupérant d'autres sources).

Le rapport du Comité sur le système de déclaration d'opérations et de piste de vérification électronique (connu sous son vocable anglais de « Comité TREATS »), auquel les ACVM se sont fiées dans le cadre de la formulation des modifications à la Norme sur le fonctionnement du marché, énonçait que l'établissement des normes minimales à l'égard de la liste de données réglementaires et de la liste de données sur le marché « [TRADUCTION] garantirait que tous les participants ont une égalité de chances indépendamment de la manière dont ils reçoivent leur liste de données ». De l'avis du Comité TREATS, ces normes sur le niveau de service porteraient sur des questions telles que la teneur commerciale réglementaire, le traitement des pannes, la synchronisation des horloges par rapport à une horloge neutre non gérée par un marché (horloge atomique, satellites, etc.), le retard dans la transmission, les horodatations à l'égard de chaque stade de l'ordre, l'exécution des transactions aux fins de la règle sur la piste de vérification, etc.

SRM a l'intention d'établir les normes minimales à l'égard de la liste de données réglementaires et de la liste de données sur le marché en même temps qu'elle cherche à faire approuver la modification à la définition d'*affichage consolidé du marché*. Afin d'aider dans l'élaboration de ces normes, SRM invite la formulation de commentaires à l'heure actuelle non seulement à l'égard de la modification apportée à la définition d'*affichage consolidé du marché* selon ce qui est exposé dans le présent Avis relatif à l'intégrité du marché, mais également à l'égard de ce qui suit :

- l'objet qui devrait être visé par les normes portant sur la liste de données réglementaires et la liste de données;
- le cas échéant, des suggestions à l'égard de la norme que devrait établir SRM;
- le processus que devrait adopter SRM en vue de l'agrément d'un fournisseur d'information.

Annexes

Le libellé de la modification aux Règles et aux Politiques se rapportant à la définition d'un *affichage consolidé du marché* est énoncé à l'Annexe « A ». L'Annexe « B » contient le libellé des dispositions pertinentes des Règles telles qu'elles se liraient après adoption de la modification. L'Annexe « B » contient également une version actuelle de la définition d'*affichage consolidé du marché* soulignée afin d'indiquer les différences par rapport à définition proposée d'*affichage applicable du marché*.

Questions

Les questions concernant le présent Avis peuvent être adressées à 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
C.P. 939
145, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Téléphone : 416.646.7277
Télécopieur : 416.646.7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

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

Annexe « A »

Règles universelles d'intégrité du marché

Modifications proposées se rapportant à l'*affichage applicable du marché*

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées de la manière suivante :

1. La règle 1.1 est modifiée par la suppression de la définition d'*affichage consolidé du marché* et l'ajout de la définition suivante d'*affichage applicable du marché* :

affichage applicable du marché S'entend, à l'égard d'un titre donné, des informations relatives aux ordres ou aux transactions provenant de chaque marché auquel a accès un participant ou une personne ayant droit d'accès déterminé et qui ont été :

- a) préparées par une agence de traitement de l'information en temps opportun conformément à la partie 14 de la norme sur le fonctionnement du marché;
 - b) en l'absence d'une agence de traitement de l'information, préparées par un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par une autorité de contrôle du marché conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché.
2. Les Règles sont modifiées par la suppression de l'expression « un affichage consolidé du marché », dans toutes les instances où elle figure, et par son remplacement par l'expression « l'affichage applicable du marché » dans chaque cas.

Les Politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées de la manière suivante :

1. Les Politiques sont modifiées par la suppression de l'expression « un affichage consolidé du marché », dans toutes les instances où elle figure, et par son remplacement par l'expression « l'affichage applicable du marché » dans chaque cas.

Annexe « B »

Règles universelles d'intégrité du marché

Libellé de la définition proposée d'affichage applicable du marché comparé à la définition d'affichage consolidé du marché

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>1.1 Définitions</p> <p><i>affichage applicable du marché</i> S'entend, à l'égard d'un titre donné, des informations relatives aux ordres ou aux transactions provenant de chaque marché auquel a accès un participant ou une personne ayant droit d'accès déterminé et qui ont été :</p> <p>a) préparées par une agence de traitement de l'information en temps opportun conformément à la partie 14 de la norme sur le fonctionnement du marché;</p> <p>b) en l'absence d'une agence de traitement de l'information, préparées par un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par une autorité de contrôle du marché conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p><i>affichage <u>consolidé applicable</u> du marché</i> S'entend, à l'égard d'un titre donné, <u>des informations relatives aux ordres ou aux transactions provenant de chaque marché auquel a accès un participant ou une personne ayant droit d'accès déterminé et qui ont été</u> :</p> <p>a) soit de la liste consolidée relative aux ordres et aux transactions préparées par une agence de traitement de l'information <u>en temps opportun</u> conformément à l'article 7.3 <u>la partie 14</u> de la norme sur le fonctionnement des du marchés si cette liste consolidée comprend des détails des ordres et des transactions fournis par le marché principal;</p> <p>b) <u>en l'absence d'une agence de traitement de l'information, préparées par un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par une autorité de contrôle du marché conformément à la partie 7</u> soit des informations relatives aux ordres et aux transactions sur un marché recueillies par une agence de traitement de l'information pour l'application de la norme sur le fonctionnement des du marchés si ces informations comprennent des détails des ordres et des transactions fournis par le marché principal.</p>

10 juin 2005

N° 2005-019

Acheminement suggéré : Négociation, Affaires juridiques et Conformité

AVIS DE CONSULTATION

DISPOSITIONS EN VUE DE FAVORISER LA MISE SUR PIED DE MULTIPLES MARCHÉS

Résumé

Le 24 mai 2005, le conseil d'administration de Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a approuvé une série de modifications aux Règles et aux Politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») en vue de favoriser la mise sur pied de multiples marchés concurrentiels. En particulier, les modifications :

- prévoient l'existence d'un type d'ordre qui se négocie moyennant le dernier cours vendeur d'une transaction entreprise sur un marché déterminé;
- garantissent que les exemples fournis dans les Politiques sont génériques et peuvent s'appliquer à divers marchés;
- exigent que les ordres qui sont assujettis à l'obligation de « diffusion des ordres » soient saisis sur un marché qui affiche des renseignements concernant les ordres;
- précisent diverses définitions des types d'ordres et des notions en vue d'assurer que les définitions soient applicables à tous les marchés.

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, 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 la Norme canadienne 23-101 (les « Règles de négociation »).

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 »), en tant que bourses reconnues (les « Bourses ») et par Bloomberg Tradebook Canada Company (« Bloomberg »), Liquidnet Canada Inc. et Markets Securities Inc., en tant que systèmes de négociation parallèle (« SNP »).

Le Comité consultatif sur les règles (« CCR ») de SRM a examiné les modifications proposées visant à permettre la mise sur pied de multiples marchés concurrentiels et a recommandé leur adoption par le conseil d'administration. Le CCR est un comité consultatif formé des 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. Les commentaires à l'égard des modifications proposées devraient être consignés par écrit et présentés à la personne suivante au plus tard le **11 juillet 2005** :

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
C.P. 939
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

Contexte des modifications proposées

Les RUIM ont été rédigées afin de favoriser la structure de marché envisagée par les exigences de la Norme sur le fonctionnement du marché et les règles de négociation qui sont entrées en vigueur le 1^{er} décembre 2001. Avec prise d'effet le 4 janvier 2004, un certain nombre de modifications a été apporté à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux règles de négociation. En particulier :

- la suppression de l'exigence qu'il y ait un système de regroupement de données et le remplacement de la notion d'une agence de traitement de l'information ou d'un « fournisseur d'information qui respecte les normes établies par le fournisseur de services de réglementation »;
- la suppression de la notion du « marché principal » pour la négociation d'un titre;
- la suppression de l'exigence que les marchés conservent une connexion électronique à chaque autre marché qui négocie les mêmes titres;
- le report de la mise en œuvre de la piste de vérification électronique jusqu'au 1^{er} janvier 2007.

Les RUIM ont également été rédigées en anticipation des types d'ordres et des fonctions de négociation qui existaient à la TSX et à la BC TSX au 1^{er} avril 2002. Il y a lieu de s'assurer que les notions utilisées dans les RUIM sont suffisamment souples afin de s'appliquer aux types d'ordres et aux fonctions de négociation qui peuvent être élaborés par d'autres marchés concurrentiels.

Résumé des modifications proposées

Le texte qui suit résume les aspects les plus importants des modifications apportées aux RUIM afin de favoriser la mise sur pied de multiples marchés :

Dispositions visant un ordre au dernier cours vendeur

La Norme sur le fonctionnement du marché exige que chaque marché établisse des heures d'exploitation pour leur marché. Elle n'exige pas que chaque marché adopte les heures d'exploitation « normalisées » des bourses actuelles au Canada. Afin de favoriser la négociation moyennant le cours de clôture, des transactions peuvent être autorisées dans le cadre de fonctions spéciales moyennant le cours « de clôture ». La faculté d'exécuter des transactions moyennant le dernier cours vendeur d'une séance boursière favorise le rééquilibrage de l'indice au cours de clôture. À la TSX, cette négociation a lieu au cours de la séance de négociation spéciale à la TSX entre 16 h 05 et 17 h. Les commissions des valeurs mobilières envisagent l'inscription de SNP qui pourraient prévoir une séance « ultérieure » autorisant des négociations moyennant le dernier cours vendeur pendant une durée de temps limitée immédiatement après la diffusion des détails de la transaction. Dans les deux circonstances, l'« obligation de fournir le meilleur cours » imposée par la Règle 5.2 et l'interdiction de « procéder à des transactions hors

cours » imposée par la Règle 2.4 peuvent empêcher un participant d'exécuter un ordre client moyennant le *dernier cours vendeur* si un meilleur cours existait sur un autre marché au moment en cause.

Afin de faciliter de telles fonctions de négociation, les modifications proposent la création d'un *ordre au dernier cours vendeur* qui serait défini comme un ordre assujéti à la condition qu'il se négocie moyennant le dernier cours vendeur du titre dans le cadre d'une transaction sur un marché sur lequel est saisi l'ordre, à la condition que le cours soit fixé au dernier cours vendeur ou au dernier cours acheteur au moment de l'exécution, ou qu'il se situe à ce moment-là dans la fourchette entre le meilleur cours vendeur et le meilleur cours acheteur. Étant donné que les cours indiqués dans un affichage applicable du marché peuvent continuer d'évoluer au cours de la période suivant la saisie, sur un marché donné, de l'*ordre au dernier cours vendeur* et avant son exécution, il serait également nécessaire de prévoir des dispenses pour ce type d'ordre des exigences suivantes :

- la Règle 2.4 prévoyant une interdiction de procéder à des transactions hors cours;
- la Règle 3.1 visant les ventes à découvert;
- la Règle 5.2 imposant l'obligation d'accorder le meilleur cours;
- la Règle 6.3 sur la diffusion des ordres;
- la Règle 8.1 visant les transactions pour compte propre.

Abus d'un teneur du marché

Actuellement, l'un des exemples donnés dans la Politique 2.1 d'une activité inacceptable qui constituerait une violation de la Règle 2.1 visant les principes d'équité dans le commerce vise le fractionnement des ordres afin de tirer parti des obligations du teneur de marché à l'égard des transactions visant des lots irréguliers réalisées à la TSX et à la BC TSX. Étant donné qu'une autre bourse, y compris CNQ, ou un système de cotation et de déclaration d'opérations (« SCDO ») reconnu peut disposer de systèmes de tenue du marché et prévoir des obligations différentes imposées aux teneurs de marché, les modifications rendraient le libellé de la politique davantage générique. La modification indiquerait que la saisie d'ordres afin d'exploiter les teneurs du marché ou d'en abuser constituerait un exemple d'une activité qui serait jugée contraire à l'obligation d'effectuer des transactions en faisant preuve de transparence et de loyauté conformément aux principes d'équité dans le commerce.

Obligation de divulguer des ordres clients sur un marché transparent

La Règle 6.3 exige, sous réserve de certaines exceptions énumérées, que les ordres clients visant l'achat ou la vente de 50 unités de négociation standard ou moins d'un titre soient immédiatement saisis sur un marché. La règle a pour objectif d'assurer que les ordres clients sont diffusés au marché. La diffusion de l'ordre a contribué au fonctionnement du mécanisme d'établissement des cours qui aiderait à fixer le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours*

acheteur utilisés dans diverses dispositions des RUIM, y compris celles établissant l'obligation d'accorder le meilleur cours.

Les modifications apportées à la Norme sur le fonctionnement du marché confirment qu'un marché n'est pas tenu de diffuser des renseignements concernant les ordres à un fournisseur d'information si le marché ne met pas les détails des ordres à la disposition de personnes autres que celles dont les services ont été retenus afin d'aider dans le fonctionnement du marché. Les objectifs en matière de politique qui sous-tendent la Règle 6.3 ne sont pas respectés si l'ordre client est saisi sur un marché qui ne fournit pas de renseignements à l'égard de l'ordre à un fournisseur d'information en vue d'une inclusion dans un affichage applicable du marché. Les modifications proposées à la Règle 6.3 exigeraient la saisie de l'ordre client sur un marché qui diffuse des renseignements quant aux ordres dans un affichage applicable du marché.

Définition d'un ordre assorti de conditions particulières

Pour l'heure, les RUIM définissent un *ordre assorti de conditions particulières* comme un ordre d'achat ou de vente, selon le cas :

- visant moins qu'une unité de négociation standard;
- qui est assujéti à une condition autre que quant au cours ou à la date de règlement;
- qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre que le troisième jour ouvrable suivant l'exécution (ou une autre date stipulée en vue du règlement par une directive d'une bourse ou d'un SCDO).

En outre, les RUIM définissent un certain nombre d'ordres « spéciaux », par exemple un ordre de base, un ordre au cours du marché, un ordre au dernier cours, un ordre au premier cours et un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume. Tel qu'il a été exposé ci-dessus, les modifications se proposent d'ajouter à la liste un *ordre au dernier cours vendeur*. Chacun de ces types d'ordres pourrait être considéré un *ordre assorti de conditions particulières*. Toutefois, un *ordre assorti de conditions particulières* n'est pas dispensé de la Règle 8.1 qui porte sur les transactions pour compte propre (lesquelles exigent qu'un « meilleur cours » soit obtenu lorsqu'un participant exécute la transaction pour compte propre contre l'ordre client qui est un ordre assorti de conditions particulières) et il n'est dispensé de l'« obligation d'accorder le meilleur cours » en vertu de la Règle 5.2 que si les règles du marché prévoient que l'ordre peut se négocier moyennant un cours autre que le « meilleur cours ». Afin de préciser les exigences qui s'appliquent aux types d'ordres sur des marchés futurs, les modifications se proposent de changer la définition d'un *ordre assorti de conditions particulières* afin d'exclure expressément les types d'ordres « spéciaux ».

Dans le cadre de la rédaction des RUIM, il était prévu que les « conditions » qui seraient ajoutées à un ordre assorti de conditions particulières seraient celles qui étaient ajoutées par le client ou la personne saisissant l'ordre. Il n'était pas anticipé que des « conditions » imposées par un marché à la saisie d'un ordre (par exemple l'obligation que l'ordre soit d'une taille

minimale) rendraient un ordre admissible en vue d'être traité comme *ordre assorti de conditions particulières*. Les modifications se proposent de préciser que les conditions imposées par le marché à la saisie de l'ordre ou à l'exécution de l'ordre ne font pas de l'ordre un *ordre assorti de conditions particulières* aux fins des RUIM.

Définition du meilleur cours vendeur, du meilleur cours acheteur et du dernier cours vendeur

La définition du *meilleur cours vendeur* et du *meilleur cours acheteur* exclut présentement tout cours qui peut être affiché à l'égard d'un *ordre assorti de conditions particulières*. Même si les marchés existants n'affichent pas des renseignements concernant les ordres à l'égard d'ordres « spéciaux », de nouveaux marchés pourraient, en réalité, décider de ce faire à l'égard de tels ordres saisis sur leur marché. Compte tenu de la nature « spéciale » de ces ordres, le cours à l'égard de ceux-ci, dans la mesure où il peut être disponible publiquement, ne devrait pas faire partie du mécanisme d'établissement des cours. Les modifications prévoient que l'établissement du *meilleur cours vendeur* et du *meilleur cours acheteur* exclut le cours de tout ordre qui est :

- un ordre de base;
- un ordre au cours du marché;
- un ordre au dernier cours vendeur;
- un ordre au dernier cours;
- un ordre au premier cours;
- un ordre assorti de conditions particulières;
- un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

Même si le cours selon lequel un ordre au premier cours ou un ordre au dernier cours est exécuté peut être considéré avoir fixé en bonne et due forme le cours d'un titre au moment en cause, d'autres types d'ordres « spéciaux » sont dotés de modalités et conditions qui devraient être exclues de l'établissement du *dernier cours vendeur* (qui sert principalement à établir le cours selon lequel une vente à découvert peut être réalisée en vertu de la Règle 3.1 et le cours selon lequel les activités de stabilisation et de compensation du marché peuvent être entreprises en vertu de la Règle 7.7). Selon le projet de définition actuel, l'exécution d'un ordre assorti de conditions particulières serait en mesure d'établir le dernier cours vendeur.

Définition d'un ordre au premier cours

Actuellement, un ordre qui est saisi sur un marché en vue d'être exécuté moyennant le cours d'ouverture du titre sur ce marché continue d'être admissible comme ordre au premier cours même si l'ordre ne participe pas aux transactions initiales visant le titre sur ce marché. Un ordre au premier cours est dispensé de plusieurs obligations aux termes des RUIM, dont l'obligation

« d'accorder le meilleur cours » en vertu de la Règle 5.2 et les exigences relatives aux transactions pour compte propre en vertu de la Règle 8.1, puisque le cours selon lequel l'ouverture aura lieu n'est pas connu au moment de la saisie de l'ordre. Si l'ordre ne se négocie pas à l'ouverture, la question se pose à savoir si l'ordre devrait continuer à être admissible à ces dispenses. Les modifications proposent qu'un ordre cesserait d'être admissible en qualité d'*ordre au premier cours* si l'ordre ne participe pas aux transactions initiales visant le titre sur ce marché.

Modifications proposées connexes

SRM a proposé un certain nombre d'autres modifications aux RUIM qui, du moins en partie, sont nécessaires ou souhaitables en vue de favoriser la mise sur pied de multiples marchés. Le texte qui suit résume les aspects les plus pertinents de ces modifications connexes :

Obligation d'accorder le meilleur cours / interdiction d'effectuer des transactions hors cours

Les modifications proposées à l'obligation d'accorder le « meilleur cours » ont été intégrées dans une série de modifications proposées aux RUIM qui ont été publiées en vue de recueillir des commentaires dans le cadre de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-012 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* publié le 29 avril 2005. Si les modifications se rapportant à un *ordre au dernier cours vendeur* proposées dans le présent Avis relatif à l'intégrité du marché sont approuvées, un ordre client saisi en tant qu'*ordre au dernier cours vendeur* sera dispensé de l'obligation d'accorder le meilleur cours en vertu de la Règle 5.2.

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* publié le 12 mai 2005 contient une proposition visant à créer une interdiction précise de procéder à des « transactions hors cours », laquelle s'appliquerait tant aux participants qu'aux personnes ayant droit d'accès. Si, au moment de l'exécution d'un *ordre au dernier cours vendeur*, le cours d'exécution ne correspond pas alors au meilleur cours vendeur ou au meilleur cours acheteur, ou ne se situe pas dans la fourchette entre le meilleur cours vendeur et le meilleur cours acheteur, un participant peut être tenu de déployer des efforts raisonnables en vue de combler tous ordres dotés d'un meilleur cours sur un autre marché.

Des commentaires sont expressément sollicités à l'égard des questions suivantes :

- 1. L'exécution d'un ordre au dernier cours vendeur devrait-elle être dispensée de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours proposée comme Règle 2.4 dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-016?*
- 2. Si un ordre au dernier cours vendeur n'est pas dispensé de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, l'obligation de combler des ordres dotés d'un meilleur*

cours sur d'autres marchés devrait-elle se limiter au volume de l'ordre au dernier cours vendeur qui est exécuté?

- 3. Le volume d'un ordre au dernier cours vendeur devrait-il être inclus dans le calcul du « volume déclaré » qui doit être comblé en vue de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours si le volume de cet ordre est inclus dans un affichage applicable du marché?*

Priorité aux clients

La Règle 5.3 des RUIIM (la « règle sur la priorité aux clients ») prévoit présentement qu'un participant n'est pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client par rapport à un ordre propre ou à un ordre non-client si l'attribution a été effectuée par le système de négociation d'un marché. Cette démarche est acceptable lorsque tous les marchés ont recours aux mêmes algorithmes d'attribution. Toutefois, s'il existe de multiples marchés qui négocient les mêmes titres, il y a possibilité que chacun des marchés ait des divergences quant aux priorités à l'égard de l'attribution des ordres relativement aux transactions exécutées sur le marché. Compte tenu de la création possible de nouveaux algorithmes d'attribution, les intérêts d'un client pourraient être touchés intentionnellement ou non selon le marché sur lequel est saisi soit l'ordre client soit l'ordre propre ou l'ordre non-client.

Des modifications à la règle sur la priorité aux clients ont été proposées dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-017 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à la priorité aux clients* selon lesquelles un participant ne pourrait se fier à l'attribution du système de négociation d'un marché que si le titre ne se négociait pas sur plus d'un marché. Si le titre se négocie sur de multiples marchés, l'obligation d'accorder la « priorité » à un ordre client serait liée directement au moment de la réception de l'ordre client.

Des modifications supplémentaires à la règle sur la priorité aux clients en vue de régler des problèmes ne se rapportant pas à la mise en œuvre de multiples marchés sont incluses dans les modifications proposées énoncées dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-017 publié le 3 juin 2005.

Des commentaires sont expressément sollicités à l'égard de la question suivante :

- 4. Un participant devrait-il être en mesure de se fier à la répartition effectuée par le système de négociation d'un marché comme dispense de la règle sur la priorité aux clients si l'ordre propre ou l'ordre non-client est saisi en tant qu'ordre au dernier cours vendeur?*

Définition d'un affichage applicable du marché

Dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-018 – *Avis de consultation – Définition de l'affichage applicable du marché* publié le 3 juin 2005, SRM sollicite des commentaires au sujet d'une modification proposée apportée aux RUIIM en vue de modifier la définition d'*affichage consolidé du marché* aux fins suivantes :

- supprimer l'exigence que la liste consolidée présentée par une agence de traitement de l'information ou les informations relatives aux ordres et aux transactions recueillies par un fournisseur d'information doivent comporter des renseignements du « marché principal » à l'égard d'un titre déterminé;
- prévoir qu'en l'absence d'une agence de traitement de l'information, il est possible de se fier aux renseignements fournis par un fournisseur d'information comme *affichage applicable du marché* uniquement si le fournisseur d'information respecte les normes établies par une autorité de contrôle du marché.

Même si cette modification est nécessaire afin de se conformer aux modifications apportées à la Norme sur le fonctionnement du marché qui sont entrées en vigueur le 4 janvier 2004 et en vue de favoriser de multiples marchés, la modification proposée fait l'objet d'un Avis relatif à l'intégrité du marché distinct qui porte expressément sur la démarche à suivre en vue de l'établissement de normes par SRM pour les fournisseurs d'information et les listes de données réglementaires (y compris la règle sur la piste de vérification électronique en vertu de la Norme sur le fonctionnement du marché qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2007).

Annexes

Le libellé des modifications aux RUIM et aux Politiques afin de favoriser la mise sur pied de multiples marchés est énoncé à l'Annexe « A ». L'Annexe « B » contient le libellé des dispositions pertinentes des Règles et des Politiques telles qu'elles se liraient après adoption des modifications. L'Annexe « B » contient également une version des dispositions actuelles soulignée afin d'indiquer les changements mis en œuvre par les modifications.

Questions

Les questions concernant le présent avis peuvent être adressées à 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
C.P. 939
145, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Téléphone : 416.646.7277
Télécopieur : 416.646.7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

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

Annexe « A »

Règles universelles d'intégrité du marché

Modifications proposées afin de favoriser la mise sur pied de multiples marchés

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées de la manière suivante :

1. La règle 1.1 est modifiée de la façon suivante :
 - a) par la suppression, dans la définition de *meilleur cours vendeur*, des mots « ordre assorti de conditions particulières » et leur remplacement par la phrase suivante « ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au dernier cours vendeur, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume ».
 - b) par la suppression, dans la définition de *meilleur cours acheteur*, des mots « ordre assorti de conditions particulières » et leur remplacement par la phrase suivante « ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au dernier cours vendeur, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume ».
 - c) par l'ajout, dans la définition de *dernier cours vendeur*, de la phrase « , d'un ordre au dernier cours vendeur » après les mots « ordre au cours du marché ».
 - d) par l'ajout de la définition suivante d'*ordre au dernier cours vendeur* :

ordre au dernier cours vendeur Ordre d'achat ou de vente d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit saisi sur un marché et assujetti à la condition que l'ordre se négocie au dernier cours vendeur de ce titre sur ce marché.
 - e) par l'ajout, à la fin de la définition d'*ordre au premier cours*, de la phrase suivante : « , pourvu qu'un ordre cesse d'être un ordre au premier cours si l'ordre ne se négocie pas à l'ouverture de la négociation de ce titre sur ce marché le jour de bourse en question »;
 - f) par le remplacement de la définition d'*ordre assorti de conditions particulières* par la suivante :

ordre assorti de conditions particulières Ordre d'achat ou de vente d'un titre, selon le cas :

- a) visant moins qu'une unité de négociation standard;
- b) dont l'exécution est assujettie à une condition autre que :
 - (i) quant au prix;
 - (ii) quant à la date de règlement;
 - (iii) celle imposée par le marché sur lequel l'ordre est saisi comme condition de la saisie ou de l'exécution de l'ordre;
- c) qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre :
 - (i) que le troisième jour ouvrable suivant la date de la transaction,
 - (ii) qu'une date de règlement prévue dans une règle ou une directive particulière dont il est question à l'alinéa (2) du paragraphe 6.1 des présentes règles publiée par une bourse ou un SCDO,

mais ne comprend pas un ordre qui est un ordre de base, un ordre au cours du marché, un ordre au dernier cours vendeur, un ordre au dernier cours, un ordre au premier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

2. Le sous-alinéa f) de l'alinéa (2) du paragraphe 3.1 des présentes règles est modifié par l'ajout de la division (v) suivante, précédé d'une virgule à la fin de la division précédente :

(v) d'un ordre au dernier cours vendeur.

3. Le sous-alinéa c) de l'alinéa (2) du paragraphe 5.2 des présentes règles est modifié par l'ajout de la division (vi) suivante, précédé d'une virgule à la fin de la division précédente :

(vi) un ordre au dernier cours vendeur.

4. Le sous-alinéa b) de l'alinéa (1) du paragraphe 6.2 des présentes règles est modifié par l'ajout de la division (v.2) suivante, précédé d'une virgule à la fin de la division précédente :

(v.2) est un ordre au dernier cours vendeur,

5. L'alinéa (1) du paragraphe 6.3 des présentes règles est modifié par l'ajout, après la première incidence du mot « marché », de la phrase suivante : « qui affiche des ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché ».
6. Le sous-alinéa h) de l'alinéa (1) du paragraphe 6.3 des présentes règles est modifié par l'ajout de la division (vii) suivante, précédé d'une virgule à la fin de la division précédente :
 - (vii) un ordre au dernier cours vendeur.
7. L'alinéa (2) du paragraphe 8.1 des présentes règles est modifié par l'ajout du sous-alinéa f) suivant, précédé d'une virgule à la fin de l'alinéa précédent :
 - f) un ordre au dernier cours vendeur.

Les Politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées de la manière suivante :

1. L'alinéa d) à la fin de l'article 1 de la Politique 2.1 est supprimé et remplacé par le texte suivant :
 - d) lorsqu'il négocie un titre sur un marché qui est assujéti aux obligations du teneur de marché, la saisie intentionnelle sur ce marché lors d'un jour de bourse déterminé d'au moins deux ordres qui imposeraient une obligation au teneur du marché de faire ce qui suit :
 - (i) exécuter un ou plusieurs des ordres,
 - (ii) acheter un ou plusieurs des ordres moyennant un cours supérieur ou les vendre moyennant un cours inférieurconformément aux obligations du teneur de marché qui ne seraient pas imposées au teneur de marché si les ordres avaient été saisis sur le marché comme ordre unique ou saisis en même temps.

Annexe « B »

Règles universelles d'intégrité du marché

Libellé des Règles et des Politiques souligné afin d'indiquer les modifications proposées en vue de favoriser la mise sur pied de multiples marchés

(le libellé prend pour hypothèse que les modifications proposées dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-012 *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* ont été approuvées)

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>1.1 Définitions</p> <p><i>meilleur cours vendeur</i> Le cours le moins élevé d'un ordre sur un marché, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant la vente d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au dernier cours vendeur, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p><i>meilleur cours vendeur</i> Le cours le moins élevé d'un ordre sur un marché, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant la vente d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un <u>ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au dernier cours vendeur, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un</u> ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>
<p><i>meilleur cours acheteur</i> Le cours le plus élevé d'un ordre sur un marché, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant l'achat d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au dernier cours vendeur, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p><i>meilleur cours acheteur</i> Le cours le plus élevé d'un ordre sur un marché, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant l'achat d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un <u>ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au dernier cours vendeur, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un</u> ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>
<p><i>dernier cours vendeur</i> Le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au dernier cours vendeur ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p><i>dernier cours vendeur</i> Le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, <u>d'un ordre au dernier cours vendeur</u> ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>
<p><i>ordre au dernier cours vendeur</i> Ordre d'achat ou de vente d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit saisi sur un marché et assujéti à la condition que l'ordre se négocie au dernier cours vendeur de ce titre sur ce marché.</p>	<p><i>ordre au dernier cours vendeur</i> Ordre d'achat ou de vente d'un <u>titre coté en bourse ou d'un titre inscrit saisi sur un marché et assujéti à la condition que l'ordre se négocie au dernier cours vendeur de ce titre sur ce marché.</u></p>
<p><i>ordre au premier cours</i> Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin de calculer le cours d'ouverture du titre sur ce marché ce jour-là et d'exécuter l'ordre à ce cours, pourvu qu'un ordre cesse d'être un ordre au premier cours si l'ordre ne se négocie pas à l'ouverture de la négociation de ce titre sur ce marché le jour de bourse en question.</p>	<p><i>ordre au premier cours</i> Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin de calculer le cours d'ouverture du titre sur ce marché ce jour-là et d'exécuter l'ordre à ce cours, <u>pourvu qu'un ordre cesse d'être un ordre au premier cours si l'ordre ne se négocie pas à l'ouverture de la négociation de ce titre sur ce marché le jour de bourse en question.</u></p>
<p><i>ordre assorti de conditions particulières</i> Ordre d'achat ou de vente d'un titre, selon le cas :</p> <p>a) visant moins qu'une unité de négociation standard;</p>	<p><i>ordre assorti de conditions particulières</i> Ordre d'achat ou de vente d'un titre, selon le cas :</p> <p>a) visant moins qu'une unité de négociation standard;</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>b) dont l'exécution est assujettie à une condition autre que :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) quant au prix; (ii) quant à la date de règlement; (iii) celle imposée par le marché sur lequel l'ordre est saisi comme condition de la saisie ou de l'exécution de l'ordre; <p>c) qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) que le troisième jour ouvrable suivant la date de la transaction, (ii) qu'une date de règlement prévue dans une règle ou une directive particulière dont il est question à l'alinéa (2) du paragraphe 6.1 des présentes règles publiée par une bourse ou un SCDO, <p>mais ne comprend pas un ordre qui est un ordre de base, un ordre au cours du marché, un ordre au dernier cours vendeur, un ordre au dernier cours, un ordre au premier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p>b) dont l'exécution est assujettie à une condition autre que :</p> <ul style="list-style-type: none"> <u>(i)</u> quant au prix; ou <u>(ii)</u> <u>quant</u> à la date de règlement; <u>(iii)</u> <u>celle imposée par le marché sur lequel l'ordre est saisi comme condition de la saisie ou de l'exécution de l'ordre;</u> <p>c) qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) que le troisième jour ouvrable suivant la date de la transaction, (ii) qu'une date de règlement prévue dans une règle ou une directive particulière dont il est question à l'alinéa (2) du paragraphe 6.1 des présentes publiée par une bourse ou un SCDO. <p><u>mais ne comprend pas un ordre qui est un ordre de base, un ordre au cours du marché, un ordre au dernier cours vendeur, un ordre au dernier cours, un ordre au premier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</u></p>
<p>3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert</p> <p>(2) Un titre peut être vendu à découvert sur un marché à un prix inférieur au dernier cours vendeur si la vente est, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>f) le résultat, selon le cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) d'un ordre au cours du marché, (ii) d'un ordre au dernier cours, (iii) d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (iv) d'un ordre de base, (v) d'un ordre au dernier cours vendeur. 	<p>3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert</p> <p>(2) Un titre peut être vendu à découvert sur un marché à un prix inférieur au dernier cours vendeur si la vente est, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>f) le résultat, selon le cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) d'un ordre au cours du marché, (ii) d'un ordre au dernier cours, (iii) d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (iv) d'un ordre de base, (v) <u>d'un ordre au dernier cours vendeur.</u>
<p>5.2 Meilleur cours</p> <p>(2) L'alinéa (1) ne s'applique pas à l'exécution d'un ordre qui, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>c) qui, selon les directives ou l'approbation du client, doit être saisi sous l'une des formes suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) un ordre au cours du marché; 	<p>5.2 Meilleur cours</p> <p>(2) L'alinéa (1) ne s'applique pas à l'exécution d'un ordre qui, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>c) qui, selon les directives ou l'approbation du client, doit être saisi sous l'une des formes suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) un ordre au cours du marché;

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<ul style="list-style-type: none"> (ii) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume; (iii) un ordre au dernier cours; (iv) un ordre au premier cours; (v) un ordre de base, (vi) un ordre au dernier cours vendeur. 	<ul style="list-style-type: none"> (ii) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume; (iii) un ordre au dernier cours; (iv) un ordre au premier cours; (v) un ordre de base, (vi) un ordre au dernier cours vendeur.
<p>6.2 Désignations et identificateurs</p> <p>(1) Chaque ordre saisi sur un marché précise : ...</p> <p>b) une désignation que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable pour le marché sur lequel l'ordre est saisi si l'ordre, selon le cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) est un ordre au cours du marché, (ii) est un ordre au premier cours, (iii) est un ordre au dernier cours, (iv) est un ordre assorti de conditions particulières, (v) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (v.1) est un ordre de base, (v.2) est un ordre au dernier cours vendeur. (vi) fait partie d'une transaction déclenchée par ordinateur, (vii) fait partie d'une application intentionnelle ou d'une application interne, (viii) est une vente à découvert assujettie à la restriction relative au prix prévue à l'alinéa (1) du paragraphe 3.1 des présentes règles, (ix) est une vente à découvert dispensée de la restriction relative au prix applicable aux ventes à découvert conformément à l'alinéa (2) du paragraphe 3.1 des présentes règles, (x) est un ordre non-client, (xi) est un ordre propre, (xii) est un ordre de jitney, (xiii) est pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés, (xiv) est pour le compte d'une personne qui est un initié de l'émetteur du titre visé par l'ordre, (xv) est pour le compte d'une personne qui est un 	<p>6.2 Désignations et identificateurs</p> <p>(1) Chaque ordre saisi sur un marché précise : ...</p> <p>b) une désignation que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable pour le marché sur lequel l'ordre est saisi si l'ordre, selon le cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) est un ordre au cours du marché, (ii) est un ordre au premier cours, (iii) est un ordre au dernier cours, (iv) est un ordre assorti de conditions particulières, (v) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (v.1) est un ordre de base, (v.2) est un ordre au dernier cours vendeur. (vi) fait partie d'une transaction déclenchée par ordinateur, (vii) fait partie d'une application intentionnelle ou d'une application interne, (viii) est une vente à découvert assujettie à la restriction relative au prix prévue à l'alinéa (1) du paragraphe 3.1 des présentes règles, (ix) est une vente à découvert dispensée de la restriction relative au prix applicable aux ventes à découvert conformément à l'alinéa (2) du paragraphe 3.1 des présentes règles, (x) est un ordre non-client, (xi) est un ordre propre, (xii) est un ordre de jitney, (xiii) est pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés, (xiv) est pour le compte d'une personne qui est un initié de l'émetteur du titre visé par l'ordre,

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>actionnaire important de l'émetteur du titre visé par l'ordre,</p> <p>(xvi) est un ordre à l'égard duquel l'autorité de contrôle du marché peut exiger une désignation précise ou particulière à l'occasion.</p>	<p>(xv) est pour le compte d'une personne qui est un actionnaire important de l'émetteur du titre visé par l'ordre,</p> <p>(xvi) est un ordre à l'égard duquel l'autorité de contrôle du marché peut exiger une désignation précise ou particulière à l'occasion.</p>
<p>6.3 Diffusion des ordres clients</p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement sur un marché qui affiche des ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, à moins que, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>h) le client n'ait demandé que l'ordre soit saisi sur un marché sous l'une des formes suivantes, ou n'y ait consenti :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) un ordre au cours du marché, (ii) un ordre au premier cours, (iii) un ordre assorti de conditions particulières, (iv) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (v) un ordre au dernier cours, (vi) un ordre de base, (vii) un ordre au dernier cours vendeur. 	<p>6.3 Diffusion des ordres clients</p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement sur un marché <u>qui affiche des ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché</u> un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, à moins que, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>h) le client n'ait demandé que l'ordre soit saisi sur un marché sous l'une des formes suivantes, ou n'y ait consenti :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) un ordre au cours du marché, (ii) un ordre au premier cours, (iii) un ordre assorti de conditions particulières, (iv) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (v) un ordre au dernier cours, (vi) un ordre de base, (vii) <u>un ordre au dernier cours vendeur.</u>
<p>8.1 Exécution d'ordres clients pour compte propre</p> <p>(2) L'alinéa (1) est inapplicable si le client a demandé que l'ordre client soit de l'un des types suivants, ou y a consenti :</p> <ul style="list-style-type: none"> a) un ordre au cours du marché; b) un ordre au premier cours; c) un ordre au dernier cours; d) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume; e) un ordre de base, f) un ordre au dernier cours vendeur. 	<p>8.1 Exécution d'ordres clients pour compte propre</p> <p>(2) L'alinéa (1) est inapplicable si le client a demandé que l'ordre client soit de l'un des types suivants, ou y a consenti :</p> <ul style="list-style-type: none"> a) un ordre au cours du marché; b) un ordre au premier cours; c) un ordre au dernier cours; d) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume; e) un ordre de base, f) <u>un ordre au dernier cours vendeur.</u>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>POLITIQUE 2.1 – PRINCIPES D'ÉQUITÉ</p> <p>Article 1 – Exemples d'activité inacceptable</p> <p>Sans que soit limitée la portée générale de la règle, les activités suivantes constituent des exemples de violations de l'obligation d'effectuer ses transactions en faisant preuve de transparence et de loyauté conformément aux principes d'équité dans le commerce :</p> <p>...</p> <p>d) lorsqu'il négocie un titre sur un marché qui est assujéti aux obligations du teneur de marché, la saisie intentionnelle sur ce marché lors d'un jour de bourse déterminé d'au moins deux ordres qui imposeraient une obligation au teneur du marché de faire ce qui suit :</p> <p>(i) exécuter un ou plusieurs des ordres,</p> <p>(ii) acheter un ou plusieurs des ordres moyennant un cours supérieur ou les vendre moyennant un cours inférieur</p> <p>conformément aux obligations du teneur de marché qui ne seraient pas imposées au teneur de marché si les ordres avaient été saisis sur le marché comme ordre unique ou saisis en même temps.</p>	<p>POLITIQUE 2.1 – PRINCIPES D'ÉQUITÉ</p> <p>Article 1 – Exemples d'activité inacceptable</p> <p>Sans que soit limitée la portée générale de la règle, les activités suivantes constituent des exemples de violations de l'obligation d'effectuer ses transactions en faisant preuve de transparence et de loyauté conformément aux principes d'équité dans le commerce :</p> <p>...</p> <p>d) lorsqu'il exécute un ordre visant à la fois un lot régulier et un lot irrégulier pour un titre inscrit à la cote d'une bourse, la saisie de la partie de l'ordre visant le lot irrégulier avant l'exécution de celle visant le lot régulier, étant donné qu'une telle saisie d'ordre expose le négociateur inscrit à la TSE ou le courtier de lots irréguliers inscrit à la CDNX à des transactions automatiques de lots irréguliers à des prix déraisonnables <u>négocie un titre sur un marché qui est assujéti aux obligations du teneur de marché, la saisie intentionnelle sur ce marché lors d'un jour de bourse déterminé d'au moins deux ordres qui imposeraient une obligation au teneur du marché de faire ce qui suit :</u></p> <p><u>(i) exécuter un ou plusieurs des ordres,</u></p> <p><u>(ii) acheter un ou plusieurs des ordres moyennant un cours supérieur ou les vendre moyennant un cours inférieur</u></p> <p><u>conformément aux obligations du teneur de marché qui ne seraient pas imposées au teneur de marché si les ordres avaient été saisis sur le marché comme ordre unique ou saisis en même temps.</u></p>

10 juin 2005

N° 2005-017

Acheminement suggéré : Négociation, Affaires juridiques et Conformité

AVIS DE CONSULTATION

DISPOSITIONS SE RAPPORTANT À LA PRIORITÉ AUX CLIENTS

Résumé

Le 24 mai 2005, le conseil d'administration de Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a approuvé des modifications aux Règles et aux Politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») afin d'exiger que, sous réserve de certaines exceptions, un participant accorde la priorité à un ordre client par rapport à tous les ordres propres et ordres non-clients qui sont saisis sur un marché après la réception de l'ordre client :

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

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, 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 la Norme canadienne 23-101.

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, en tant que bourses reconnues (les « Bourses ») et par Bloomberg Tradebook Canada Company (« Bloomberg »), Liquidnet Canada Inc. et Markets Securities Inc., en tant que systèmes de négociation parallèle (« SNP »).

Le Comité consultatif sur les règles (« CCR ») de SRM a examiné les modifications proposées se rapportant à la priorité accordée aux clients et a recommandé leur adoption par le conseil d'administration. Le CCR est un comité consultatif formé des 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. Les commentaires à l'égard des modifications proposées devraient être consignés par écrit et présentés à la personne suivante au plus tard le **11 juillet 2005** :

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
C.P. 939
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

Contexte des modifications proposées

La règle 5.3 aux termes des RUIM prévoit actuellement qu'un participant n'est pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client par rapport à un ordre propre ou un ordre non-client si

l'attribution a été effectuée par le système de négociation d'un marché. Cette démarche est acceptable lorsque tous les marchés utilisent les mêmes algorithmes d'attribution. Toutefois, s'il existe de multiples marchés qui négocient les mêmes titres, il y a probabilité que chacun des marchés aura des divergences quant aux priorités accordées dans le cadre de l'attribution des ordres à l'égard de transactions exécutées sur le marché. Compte tenu de la possibilité que de nouveaux algorithmes d'attribution soient mis en œuvre, les intérêts d'un client pourraient être touchés intentionnellement ou non selon le marché sur lequel est saisi soit l'ordre client soit l'ordre propre ou l'ordre non-client.

En prenant pour hypothèse qu'un participant a mis en œuvre un système raisonnable de politiques et procédures internes en vue d'assurer la conformité à la règle de la priorité aux clients et en vue de prévenir l'utilisation à mauvais escient de renseignements concernant les ordres clients, le participant ne peut néanmoins pas, aux termes de la version actuelle du paragraphe 5.3 des Règles, se fier à l'attribution fournie par le système de négociation d'un marché si :

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

La modification proposée règle la problématique survenant en pratique qui est associée à l'incapacité d'un participant de se fier à la « dispense relative au système de négociation » en liant la priorité accordée aux clients directement au moment de la réception de l'ordre client.

Résumé de l'incidence des modifications proposées

Le texte qui suit résume les différences les plus importantes entre les exigences relatives à la priorité aux clients en vertu des modifications proposées par rapport aux dispositions existantes de la Règle 5.3 et de la Politique 5.3. En vertu des modifications proposées :

- un participant accorderait la priorité à un ordre client par rapport à un ordre propre ou un ordre non-client seulement si l'ordre client est reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client et si l'ordre client est doté du même ou d'un « meilleur » cours et est assujéti aux mêmes conditions et modalités de règlement que l'ordre propre ou l'ordre non-client;
- les dispositions préciseraient qu'une transaction autorisée par la règle sur la priorité aux clients serait néanmoins assujéti à toutes restrictions imposées par la Règle 4.1 portant sur les transactions en avance sur le marché;
- un ordre propre ou un ordre non-client serait dispensé de l'obligation d'accorder la priorité aux clients s'il est :

- automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un système de cotation et de déclaration d'opérations aux termes des obligations de tenue du marché,
- un ordre de base;
- un client serait réputé avoir consenti à la négociation de l'ordre propre ou de l'ordre non-client par priorité au sien si le client a donné des directives que son ordre soit exécuté en partie à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours variés pendant le jour de bourse;
- un client peut donner un « consentement conditionnel » à la négociation de l'ordre propre ou de l'ordre non-client par priorité à l'ordre client, ce qui nécessiterait que le participant « abandonne » la totalité ou une partie de son exécution en faveur de l'ordre client si la condition du client n'est pas respectée;
- si le titre se négocie sur plus d'un marché, le participant ne serait pas en mesure de se fier à une attribution effectuée par le système de négociation d'un marché sauf si l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume;
- un ordre propre ou un ordre non-client pourrait se négocier par priorité à un ordre client si un responsable de l'intégrité du marché exige ou autorise la transaction.

Résumé des modifications proposées

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

Mêmes conditions et modalités de règlement

La Règle 5.3 prévoit actuellement qu'un participant doit accorder la priorité à ses ordres clients :

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

Les modifications proposent que les exigences soient modifiées de sorte à ce que la priorité soit accordée seulement si l'ordre client était assujéti aux mêmes conditions et modalités de règlement que l'ordre propre ou l'ordre non-client. Les modifications tiennent compte de la réalité qu'à moins que les conditions et modalités de règlement soient les mêmes, l'ordre propre ou l'ordre non-client n'a pas véritablement subtilisé au client une possibilité de négociation.

Afin de prévenir les abus, la Politique énoncerait expressément qu'il serait inacceptable pour un participant de faire ce qui suit :

- ajouter des modalités et conditions à un ordre client (autrement que suivant les directives du client) de sorte à ce que l'ordre client se classe après les ordres propres ou les ordres non-clients moyennant ce cours;

- assortir de modalités et conditions un ordre propre ou un ordre non-client dans le but de différencier l'ordre propre ou l'ordre non-client d'un ordre client qui aurait par ailleurs priorité moyennant ce cours.

Ordres anonymes

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

Au moment de la mise en œuvre du « choix d'attribution » à la TSX en mars 2002, une application intentionnelle assortie d'un ordre non attribué tant du côté achat que du côté vente était soustrait à la priorité des ordres inscrits au registre d'ordres. Dans la mesure où un ordre propre ou un ordre non-client peut être saisi sans la divulgation de l'identificateur pertinent du participant, il peut être possible pour un compte propre ou un compte non-client d'obtenir l'exécution par priorité à un ordre client antérieurement saisi lorsque l'identificateur du participant a été divulgué au moment de la saisie de l'ordre client. En vertu de la règle actuelle sur la priorité aux clients, le participant peut ne pas être tenu de réattribuer à l'ordre client antérieurement saisi toutes les exécutions obtenues par l'ordre propre ou l'ordre non-client « non attribué » puisque l'attribution avait été effectuée par un système de négociation d'un marché. Toutefois, SRM a adopté la position énoncée dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2003-024 daté du 31 octobre 2003 comme quoi l'on s'attendrait d'un participant qu'il accorde la priorité à tout ordre client « divulgué ». Si les modifications proposées sont approuvées, cette position serait intégrée directement dans les Politiques et un participant serait tenu d'accorder la priorité à tout ordre client antérieur assorti des mêmes modalités.

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

Présentement l'exigence d'accorder la priorité à un ordre client a été interprétée comme ne s'appliquant pas dans l'éventualité où l'ordre propre ou l'ordre non-client a été produit automatiquement par le système de négociation d'un marché en vue de respecter les obligations du teneur de marché imposées par ce marché au participant ou à l'employé du participant conformément aux règles du marché applicables. Dans le cadre de l'exécution de ces transactions, le teneur du marché ne tente pas de contourner des ordres clients mais de respecter ses obligations en tant que teneur du marché. Les modifications proposent d'intégrer cette interprétation dans le libellé de la règle.

Dispenses à l'égard d'un ordre de base

Avec prise d'effet le 8 avril 2005, les RUIM ont été modifiées afin de reconnaître l'existence d'un *ordre de base*. Un ordre de base est assujéti à un certain nombre de conditions, dont celle que le cours de la transaction résultante est établi d'une manière que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable en fonction du cours obtenu par l'exécution au cours de ce jour de bourse d'une ou de plusieurs opérations sur instrument dérivé coté à une bourse reconnue ou inscrit à un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu. Dans ces circonstances, un participant qui exécute un ordre propre comme ordre de base ne tente pas de contourner des ordres clients dotés du même ou d'un meilleur cours mais simplement de réaliser une transaction moyennant un cours établi par des opérations sur instruments dérivés. Les modifications proposées à la règle sur la priorité aux clients offrent une dispense à l'égard d'un ordre propre saisi comme ordre de base.

Faculté de se fier à l'attribution du système de négociation

L'actuelle Règle 5.3 permet à un participant de se fier aux attributions de négociation effectuées par un système de négociation d'un marché à la condition :

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

La disposition était fondée sur une exigence antérieure de la TSX qui avait adopté la « priorité temporelle » comme fondement des attributions de transactions. Toutefois, s'il existe de multiples marchés négociant les mêmes titres et si chaque marché possède des algorithmes d'attribution distincts, les intérêts d'un client pourraient être touchés intentionnellement ou non dépendant du marché sur lequel est saisi soit l'ordre client soit l'ordre propre ou l'ordre non-client. Les modifications proposent qu'un participant ne soit en mesure de se fier à la dispense relative au système de négociation que si :

- le titre qui fait l'objet des ordres se négocie sur un marché unique;
- l'ordre propre ou l'ordre non-client constitue un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

L'exception à l'égard d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au premier cours, d'un ordre au dernier cours ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume tient compte du fait que le cours selon lequel ces ordres seront exécutés n'est généralement pas connu au moment de la saisie de l'ordre. À la condition que l'ordre client ait été saisi dès sa réception et n'ait pas été modifié sans le consentement du client, toute attribution par le système de négociation du marché pour ces « ordres spéciaux » ne constitue pas une tentative de contourner des ordres clients.

Consentement du client

Consentement particulier

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

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

Consentement réputé

En vertu des modifications proposées, un client serait réputé avoir consenti à la négociation de l'ordre propre ou de l'ordre non-client par priorité à l'ordre client s'il a donné des directives comme quoi son ordre doit être exécuté en partie à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours variés pendant le jour de bourse. Sauf si le client a donné des directives permanentes écrites comme quoi tous les ordres doivent être exécutés à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours variés pendant le jour de bourse, les directives du client devraient être traitées comme se rapportant spécifiquement à un ordre déterminé et les détails des directives de la part du client doivent être consignés sur la fiche d'ordre. Cette modification intégrerait l'interprétation administrative existante de SRM à l'égard du consentement du client.

Consentement conditionnel

En vertu des modifications proposées aux Politiques, un client peut fournir un « consentement conditionnel » à ce que l'ordre propre ou l'ordre non-client soit négocié par priorité à l'ordre client, ce qui exigerait du participant qu'il « abandonne » la totalité ou une partie de son exécution en faveur de l'ordre client si la condition du client n'est pas réalisée. Par exemple, un client peut consentir à ce que l'ordre propre d'un participant partage l'exécution avec l'ordre client à la condition que l'ordre client soit exécuté intégralement avant la fin du jour de bourse. Si l'ordre du client n'est pas intégralement exécuté, le client peut s'attendre du participant qu'il « abandonne » son exécution dans la mesure nécessaire afin de combler l'ordre client. Dans

cette situation, le participant devrait désigner ces ordres comme étant des ordres « propres » tout au long de la journée. Toute partie de l'exécution qui est abandonnée en faveur du client ne devrait pas faire l'objet d'une application nouvelle sur un marché mais devrait simplement faire l'objet d'une écriture de journal en faveur du client (puisque la condition du consentement n'a pas été respectée, l'exécution en question pourraient être perçus comme appartenant en bonne et due forme à l'ordre client plutôt qu'à l'ordre propre). Dans la mesure où un participant « abandonne » une partie de l'exécution d'un ordre propre en faveur d'un client en fonction du consentement conditionnel, le participant doit déclarer les détails de l'« abandon » à l'autorité de contrôle du marché au plus tard à l'ouverture des négociations sur les marchés le jour de bourse suivant.

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

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

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

- saisir un ordre propre ou un ordre non-client à l'égard de ce titre ou d'un titre connexe;
- solliciter un ordre auprès d'une autre personne en vue de l'achat ou de la vente de ce titre ou d'un titre connexe;
- aviser tout autre personne, sauf dans le cours nécessaire des affaires, de l'existence de l'ordre client.

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

- aucun administrateur, dirigeant, associé, employé ou mandataire du participant qui a pris la décision de saisir un ordre propre ou un ordre client ou de solliciter un ordre, ou qui a participé à la prise de cette décision, avait une connaissance réelle de l'ordre client;
- un ordre est saisi ou une transaction est effectuée au profit du client pour le compte duquel l'ordre doit être effectué;
- un ordre est sollicité en vue de favoriser la négociation de l'ordre client;
- un ordre propre est saisi afin de couvrir une position que le participant a pris en charge ou a convenu de prendre en charge avant d'avoir connaissance réelle de l'ordre client, à la condition que la couverture soit :
 - proportionnelle au risque pris en charge par le participant,
 - contractée conformément à la pratique habituelle du participant lorsqu'il prend en charge ou convient de prendre en charge une position visant le titre;
- un ordre propre est effectué en vue de respecter une obligation exécutoire sur le plan juridique contractée par le participant avant d'avoir connaissance réelle de l'ordre client;
- l'ordre est saisi pour un compte d'arbitrage.

Priorité aux clients aux États-Unis

Aux États-Unis, les règles sur la priorité aux clients sont établies par chaque marché. En règle générale, les règles du marché interdisent à un courtier de saisir un ordre lorsqu'il a connaissance d'un ordre client non exécuté doté du même cours.

Bourse de New York

La Bourse de New York interdit à un membre de saisir un ordre visant un titre inscrit à sa cote pour un compte dans lequel le membre a un intérêt direct ou indirect, si la personne responsable de la saisie de l'ordre a connaissance d'un ordre client déterminé non exécuté dans le même sens du marché qui pourrait être exécuté moyennant le même cours.

La règle permet aux membres d'effectuer des « transactions en même temps » que les ordres clients selon certaines conditions déterminées, par exemple lorsque le client a donné son autorisation expresse au membre ou à l'organisation membre de ce faire. L'autorisation expresse du client doit être obtenue ordre par ordre et doit inclure une compréhension de la part du client du cours et de la taille des exécutions attribuées.

La règle permet également des exceptions pour certains types spéciaux d'ordres. Par exemple, une organisation membre peut saisir des ordres propres à cours limité au dernier cours assortis du même cours limité que ses ordres clients à cours limité au dernier cours; toutefois, si l'ordre de l'organisation membre est exécuté et si tout ordre client ne l'est pas, l'organisation membre est tenue d'abandonner son exécution en faveur du client. Il n'existe aucune restriction à l'égard

des ordres propres au dernier cours, puisque tous les ordres au dernier cours de la Bourse de New York doivent être exécutés et bénéficier du même cours de clôture.

NASDAQ

Les règles de la NASD interdisent à un membre de faire personnellement l'achat ou la vente d'un titre coté en bourse pour son propre compte alors qu'il détient un ordre d'achat ou de vente au mieux non exécuté à l'égard de ce titre pour un client. Les règles de la NASD interdisent également aux membres de procéder à des transactions en avance sur leurs ordres clients à cours limité visant des titres cotés en bourse négociés hors bourse.

La Politique IM-2110-2 de la NASD (appelée règle Manning) interdit présentement, en règle générale, aux membres de négocier pour leur compte propre moyennant des cours qui combleraient un ordre client à cours limité sauf si le membre, immédiatement par la suite, exécute l'ordre client à cours limité. En 2004, la NASD a proposé des modifications à la règle Manning qui interdiront à un membre de négocier pour son propre compte à l'égard d'un titre coté en bourse ou inscrit à la cote de NASDAQ moyennant un cours qui est supérieur à celui d'un ordre client à cours limité non exécuté visant ce titre sauf si le membre, immédiatement par la suite, a exécuté l'ordre client à cours limité moyennant le cours selon lequel il a négocié pour son propre compte ou un meilleur cours. En d'autres mots, en vertu des modifications, lorsqu'un membre négocie moyennant un cours supérieur à celui d'un ordre client à cours limité non exécuté, le membre est tenu de transmettre l'amélioration du cours à l'ordre client à cours limité non exécuté. Les modifications proposées appliqueront également la règle Manning aux titres négociés en bourse.

En 2004, la NASD a également proposé de mettre en œuvre une règle qui interdirait aux membres de procéder à des transactions en avance sur des ordres clients au mieux. En vertu de cette proposition, la NASD appliquerait les mêmes principes sous-tendant la règle Manning au traitement des ordres clients au mieux. En vertu de la règle proposée, il serait interdit à un membre de négocier pour son propre compte à l'égard d'un titre coté en bourse ou inscrit à la cote de NASDAQ si le membre n'a pas exécuté un ordre client au mieux visant ce titre, sauf si, immédiatement par la suite, il exécute l'ordre client au mieux à concurrence de la taille et moyennant le même ou un meilleur cours que ceux selon lesquels il a négocié pour son propre compte.

Les modifications proposées par la NASD en 2004 excluraient certaines activités. Par exemple, les membres peuvent négocier des modalités et conditions spécifiques applicables à l'acceptation d'un ordre à l'égard d'un ordre pour des comptes clients qui constituent des « comptes institutionnels » ou à l'égard d'un ordre qui vise au moins 10 000 actions sauf si l'ordre est assorti d'une valeur inférieure à 100 000 \$. En vertu des modifications proposées à la règle Manning, les membres ne peuvent effectuer de transactions en avance sur leurs ordres clients à cours limité dans le cadre de leur fonction de tenue du marché même si le membre avait, par le passé, pleinement divulgué la pratique à ses clients avant d'accepter les ordres à cours limité.

Examen stratégique des RUIM / Examen réglementaire des questions liées aux transactions en avance sur le marché et à la priorité aux clients

Dans le cadre de son Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-026 publié le 4 octobre 2004, SRM a sollicité des commentaires de la part du public, y compris les participants au marché, les maisons de courtage côté achat ainsi que leurs conseillers dans le cadre d'un certain nombre de questions stratégiques se rapportant aux RUIM. L'un des sujets visés par l'examen stratégique porte sur les divers aspects de la priorité accordée aux clients. L'issue de l'examen stratégique pourrait entraîner la proposition de modifications supplémentaires se rapportant à la priorité aux clients. Au cours de 2004, SRM a mené un examen détaillé de la négociation à l'égard du traitement d'ordres visant des blocs importants sur les marchés des titres de participation canadiens en vue d'évaluer s'il existait un problème antérieurement non dépisté de transactions systématiques en avance sur le marché ou de problèmes se rapportant à la priorité accordée aux clients. Le rapport dans le cadre de cet examen a été publié par SRM le 31 mars 2005. Une analyse supplémentaire des recommandations formulées dans ce rapport peut également donner lieu à des modifications supplémentaires aux règles régissant la priorité aux clients. Des commentaires supplémentaires sont, par conséquent, encouragés à l'égard d'aspects de la priorité accordée aux clients qui ne sont pas par ailleurs visés par les modifications présentement proposées.

Annexe

Le libellé des modifications aux RUIM et aux Politiques se rapportant à la priorité accordée aux clients est énoncé à l'Annexe « A ».

Questions

Les questions concernant le présent Avis peuvent être adressées à 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
C.P. 939
145, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Téléphone : 416.646.7277
Télécopieur : 416.646.7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

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

Annexe « A »

Règles universelles d'intégrité du marché

**Modifications se rapportant à
la priorité aux clients**

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

5.3 Priorité aux clients

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

existantes du marché, comme quoi la saisie de l'ordre ne serait pas dans l'intérêt du client,

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

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

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

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

POLITIQUE 5.3 – PRIORITÉS AUX CLIENTS

Article 1 – Contexte

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- soit :

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

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

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

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

Article 3 – Aucune connaissance de l'ordre client

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

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

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

Si un client a donné des directives à un participant de retenir un ordre ou lui a accordé un pouvoir discrétionnaire à l'égard de la saisie d'un ordre, les détails de la directive ou de l'octroi du pouvoir discrétionnaire doivent être conservés pendant une durée de sept ans à compter de la date des directives ou de l'octroi du pouvoir discrétionnaire et, pendant les deux premières années, le consentement doit être conservé en un lieu facile d'accès.

Article 4 – Consentement du client

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

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

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

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