

5.2 Meilleur cours

- (1) Au moment d'exécuter un ordre, un participant déploie des efforts raisonnables pour s'assurer que :
 - a) l'ordre est exécuté au meilleur cours acheteur s'il s'agit d'une offre;
 - b) l'ordre est exécuté au meilleur cours vendeur s'il s'agit d'un achat.

- (2) L'alinéa (1) ne s'applique pas à l'exécution d'un ordre qui, selon le cas :
 - a) selon une autorité de contrôle du marché conformément au sous-alinéa 6.4b) des RUIM, doit ou peut être exécuté autrement que sur un marché en vue d'en préserver le bon fonctionnement et le caractère équitable;
 - b) est un ordre assorti de conditions particulières, à moins :
 - (i) soit que le titre ne soit un titre coté en bourse ou un titre inscrit et que les règles du marché de la bourse ou du SCDO régissant les transactions effectuées par suite d'un ordre assorti de conditions particulières ne précisent autrement,
 - (ii) soit que l'ordre ne puisse être exécuté intégralement selon ses conditions sur un marché ou auprès d'un teneur de marché indiqué dans un affichage consolidé du marché;
 - c) qui, selon les directives ou l'approbation du client, doit être saisi sous l'une des formes suivantes :
 - (i) un ordre au cours du marché;
 - (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 cours de clôture;
 - d) est un ordre client pour un compte non canadien exécuté ailleurs que sur un marché aux termes du sous-alinéa d) ou e) de la Règle 6.4, à la condition que cet ordre client ne soit pas exécuté contre un ordre propre ou un ordre non-client du participant.

- (3) Pour l'application de l'alinéa (1), le participant peut tenir compte des frais de transaction qui seraient payables au marché dans le cadre de l'exécution de l'ordre, tels qu'ils sont présentés dans la grille des frais de transaction transmise conformément à la norme sur le fonctionnement du marché.

POLITIQUE 5.2 – EXÉCUTION AU MEILLEUR COURS

Article 1 – Conditions d'exécution de l'obligation

L'exécution au meilleur cours imposée par la Règle 5.2 est assujettie à la condition qu'un participant déploie des « efforts raisonnables » afin de s'assurer que l'ordre soit exécuté au meilleur cours. Pour déployer des « efforts raisonnables », il n'est pas nécessaire que le participant devienne membre, utilisateur ou adhérent de chaque marché protégé.

L'autorité de contrôle du marché acceptera qu'un participant a déployé des « efforts raisonnables » afin d'obtenir le « meilleur cours » si le participant prend l'une des mesures suivantes :

- il saisit l'ordre sur un marché au moyen d'un mécanisme d'acheminement des ordres élaboré et exploité par le participant ou le fournisseur de service si les deux conditions suivantes sont réunies :
 - o le mécanisme d'acheminement des ordres a fait la preuve d'une capacité d'accéder à des ordres sur un marché protégé,
 - o le participant ou le fournisseur de services a déployé des efforts raisonnables afin d'obtenir des renseignements quant aux ordres auprès de chaque marché protégé,
- il saisit l'ordre sur un marché qui a déployé les efforts raisonnables afin d'obtenir des renseignements quant aux ordres auprès de chaque marché protégé et qui, conformément à l'entente intervenue entre le participant et le marché, prendra l'une des mesures qui suit dès la réception de l'ordre :
 - o il acheminera vers un marché protégé la totalité ou une partie de l'ordre qui est nécessaire aux fins de se conformer à la Règle 5.2,
 - o il exécutera l'ordre moyennant un cours qui respecte la Règle 5.2,
 - o il modifiera automatiquement le cours de l'ordre pour le remplacer par un cours qui respecte la Règle 5.2;
- il fournit l'ordre à un autre participant en vue d'une saisie sur un marché.

Afin d'établir si un participant a déployé des « efforts raisonnables » dans d'autres circonstances, l'autorité de contrôle du marché examinera, entre autres facteurs, les suivants :

Facteurs liés à la prise en compte initiale d'un marché déterminé

- l'admissibilité du marché en qualité de « marché protégé »;
- le fait que le marché protégé a récemment :
 - o lancé ses activités,
 - o été victime d'un mauvais fonctionnement important ou d'une interruption de service importante;
- la question à savoir si, en l'absence d'une agence de traitement de l'information, un fournisseur d'information aux services duquel le participant a recours a rendu des renseignements quant aux ordres provenant du marché protégé disponibles selon une teneur et un format qui permettent facilement l'utilisation de ces renseignements dans les systèmes de négociation du participant;
- le respect par le participant des politiques et procédures qu'il a adoptées en vue d'établir si les ordres sur un marché protégé doivent initialement être pris en compte.

Facteurs se rapportant à la conformité permanente

- l'existence d'un ordre « doté d'un meilleur cours » sur un marché protégé que le participant a décidé de prendre en compte conformément aux politiques et procédures qu'il a adoptées en vue d'établir si les ordres sur un marché protégé doivent initialement être pris en compte;
- le fait :
 - o que le participant a subi des perturbations de l'activité de négociation en conséquence d'un mauvais fonctionnement important ou d'une interruption de services importante d'un marché protégé déterminé,
 - o qu'un nombre démesurément élevé d'ordres immédiatement négociables saisis sur un marché protégé déterminé a été exécuté moyennant un cours inférieur à celui affiché au moment de la saisie de l'ordre par le participant ou n'a pas été exécuté ou n'a été exécuté qu'en partie moyennant un volume inférieur à celui qui est affiché au moment de la saisie de l'ordre par le participant;
- le respect par le participant des politiques et procédures qu'il a adoptées afin d'établir si les ordres sur un marché protégé doivent être pris en compte en permanence.

Article 2 – Ordres sur d'autres marchés

À la condition de respecter l'obligation d'*exécution au meilleur cours* énoncée à l'article 1, les participants ne peuvent pas sciemment passer outre à une offre d'achat ou de vente à meilleur cours sur un marché protégé en effectuant une transaction (soit unilatéralement soit au moyen d'une application) à un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché organisé réglementé étranger. La présente politique s'applique même si le client consent à la transaction sur l'autre marché ou sur le marché organisé réglementé étranger au cours inférieur.

Un participant est réputé avoir déployé des efforts raisonnables afin d'obtenir le meilleur cours si, au moment de l'exécution de l'ordre sur un marché déterminé ou sur un marché organisé réglementé étranger, il saisit des ordres pour le compte client, le compte non-client ou le compte propre sur chaque marché protégé et ces ordres sont assortis d'un volume suffisant et d'un cours permettant de combler le volume déclaré à ce moment sur ce marché protégé.

Article 3 – Conversion de devises

Si une transaction doit être exécutée sur un marché organisé réglementé étranger ou portée à la connaissance de celui-ci, le participant établit s'il existe effectivement un meilleur cours sur un marché protégé. Le cours de la transaction étrangère est converti en dollars canadiens en fonction du taux de change qu'aurait appliqué le participant à l'égard d'une transaction de taille semblable sur un marché organisé réglementé dans ce territoire étranger. Il faut opter pour le meilleur cours sur un marché protégé si l'écart entre ce cours et le celui du marché organisé réglementé étranger, ou porté à la connaissance de celui-ci, est plus que marginal. L'autorité de contrôle du marché considère comme marginal un écart d'au plus un échelon de cotation, car cet écart serait attribuable à la conversion monétaire. Un participant doit conserver avec le dossier de l'ordre le taux de change utilisé aux fins d'établir si un meilleur cours existait sur un marché protégé et ces renseignements doivent être fournis à l'autorité de contrôle du marché si elle en fait la demande, sur le support et de la manière que peut raisonnablement exiger l'autorité de contrôle du marché conformément à l'alinéa (3) de la Règle 10.11.

Expressions définies :	NC 21-101 article 1.1 – « adhérent », « agence de traitement de l'information », « frais de transaction », « membre », « ordre » et « utilisateur » RUIM paragraphe 1.1 – <i>affichage consolidé du marché, autorité de contrôle du marché, bourse, compte non canadien, compte propre, dernier cours vendeur, échelon de cotation, jour de bourse, marché organisé réglementé étranger, marché protégé, meilleur cours acheteur, meilleur cours vendeur, norme sur le fonctionnement du marché, obligations du teneur de marché, ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, ordre assorti de conditions particulières, ordre au cours de clôture, ordre au cours du marché, ordre au dernier cours, ordre au premier cours, ordre client, ordre de base, marché, participant, règles du marché, SCDO, titre connexe, titre coté en bourse, titre inscrit et volume déclaré</i> RUIM alinéa 1.2(2) – <i>transaction</i>
Dispositions connexes :	RUIM sous-alinéas 6(4)d) et e), alinéa 10.11(3)
Historique réglementaire :	Avec prise d'effet le 8 avril 2005, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification visant à ajouter au sous-alinéa c) de l'alinéa (2) de la Règle 5.2 la division (v). Avec prise d'effet le 9 mars 2007, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification visant à ajouter la division (vi) au sous-alinéa c) de l'alinéa (2) de la Règle 5.2 ainsi qu'une modification à l'article 1 de la Politique 5.2. Avant cette date, l'article 1 se lisait ainsi :
	Article 1 – Conditions de l'exécution L'exécution au meilleur cours imposée par le paragraphe 5.2 des Règles est assujettie à la condition qu'un participant fasse des efforts raisonnables pour qu'un ordre client soit exécuté au meilleur cours. Pour établir si un participant a fait des efforts raisonnables, l'autorité de contrôle du marché prendra en considération : <ul style="list-style-type: none">• les informations mises à la disposition du participant par l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information;• les frais de transaction et autres qui seraient associés à l'exécution de la transaction sur un marché;

- le fait que le participant soit membre, utilisateur ou adhérent du marché avec le meilleur cours;
- le fait que des marchés à l'extérieur du Canada aient été considérés ou non (en particulier si le marché principal du titre est situé à l'extérieur du Canada);
- toutes les directives précises du client relatives à l'exécution de l'ordre dans les délais prévus.

Avec prise d'effet le 16 mai 2008, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé des modifications à la Règle 5.2 et à la Politique 5.2 en vue

1. de remplacer l'alinéa (1) de la Règle 5.2, qui, avant cette date, se lisait ainsi :

- (1) Avant d'exécuter un ordre client, un participant déploie des efforts raisonnables pour s'assurer que :
- a) l'ordre est exécuté au meilleur cours acheteur s'il s'agit d'une offre faite par le client;
 - b) l'ordre est exécuté au meilleur cours vendeur s'il s'agit d'un achat par le client.

2. d'ajouter le sous-alinéa d) à l'alinéa (2) de la Règle 5.2;

3. de remplacer l'article 2 de la Politique 5.2, qui, avant cette date, se lisait ainsi :

Article 2 – Transactions hors cours sur d'autres marchés

À condition de remplir les conditions de l'exécution au meilleur cours indiquées à l'article 1, les participants ne peuvent pas sciemment passer outre à une offre d'achat ou de vente à meilleur cours sur un marché en effectuant une transaction (soit unilatéralement soit par compensation) à un cours inférieur sur une bourse ou un autre marché organisé. Cette interdiction s'applique même si le client donne son accord. Les participants peuvent effectuer la transaction sur l'autre bourse ou l'autre marché organisé si les meilleures offres d'achat ou de vente, selon le cas, sur les marchés sont remplies avant la transaction effectuée sur l'autre bourse ou l'autre marché organisé ou en même temps. L'heure de la saisie de l'ordre est l'heure de référence pour déterminer s'il y a un meilleur cours sur un marché.

La présente politique s'applique aux ordres actifs, c'est-à-dire aux ordres susceptibles d'entraîner une transaction hors cours s'ils remplissent une offre d'achat ou de vente existante sur une autre bourse ou un autre marché organisé à un cours inférieur au cours acheteur ou vendeur sur un marché à l'époque. La présente politique s'applique aux transactions effectuées pour des comptes canadiens et pour le compte propre (stocks) de participants. Elle s'applique également aux transactions pour compte propre exécutées sur des marchés hors cote étrangers par des participants conformément à la dispense des opérations hors Canada prévue à l'alinéa 6.4e) des Règles. Les transactions réalisées pour des comptes étrangers ne sont pas soumises à la présente politique parce qu'elles sont dispensées de l'application du paragraphe 6.4 des Règles suivant la dispense prévue pour les opérations hors Canada établie à l'alinéa 6.4e) des Règles. Par exemple, le participant peut exécuter un ordre de vente émanant d'un compte non canadien sur le New York Stock Exchange à un cours inférieur au cours acheteur sur un marché.

4. de remplacer l'article 3 de la Politique 5.2, qui, avant cette date, se lisait ainsi :

Article 3 – Conversion de devises

Si une transaction doit être exécutée sur un marché étranger, le participant détermine s'il existe effectivement un meilleur cours sur un marché. Le cours de la transaction étrangère est converti en dollars canadiens en fonction du cours au comptant moyen du marché ou du cours de change à terme sept jours en vigueur au moment de la transaction, plus ou moins 15 points de base. Il faut opter pour le meilleur cours sur un marché si l'écart entre ce cours et le cours à l'autre bourse ou à l'autre marché organisé est plus que marginal. L'autorité de contrôle du marché considère comme marginal un écart d'un demi-échelelon de cotation ou moins, car cet écart serait attribuable à la conversion monétaire.

Avec prise d'effet le 16 mai 2008, des modifications ont été apportées à la Règle 5.2 et à la Politique 5.2, lesquelles demeurent assujetties à l'approbation des commissions des valeurs mobilières compétentes. Il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-009 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours »* (16 mai 2008), qui renfermait des modifications visant à

1. abroger l'alinéa (3) de la Règle 5.2;:

2. remplacer l'article 1 de la Politique 5.2, qui, avant cette date, se lisait ainsi :

Article 1 – Conditions de l'exécution

L'exécution au meilleur cours imposée par le paragraphe 5.2 des Règles est assujettie à la condition qu'un participant fasse des efforts raisonnables pour qu'un ordre client soit exécuté au

meilleur cours. Pour établir si un participant a fait des efforts raisonnables, l'autorité de contrôle du marché prendra en considération :

- les frais de transaction et autres qui seraient associés à l'exécution de la transaction sur un marché;
- l'existence d'un ordre « doté d'un meilleur cours » sur un autre marché qui réunit toutes les conditions suivantes :
 - il diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information,
 - il autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire,
 - il fournit une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée,
 - il fournit l'appariement des ordres et l'exécution des transactions pleinement automatisés.

Dans le cadre de la reconnaissance de l'OCRCVM et de son adoption des RUIM, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé des modifications apportées au sous-alinéa a) de l'alinéa (2) de la Règle 5.2 et qui sont entrées en vigueur le 1^{er} juin 2008 afin de remplacer le membre de phrase « présentes règles » par « RUIM » et à l'alinéa (3) de la Règle 5.2 afin de remplacer le membre de phrase « canadienne sur le fonctionnement des marchés » par « sur le fonctionnement du marché », lesquelles sont entrées en vigueur à la même date.

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est celui de la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-015 publié le 12 mai 2005 sous le titre « **Orientation – Respect des obligations d'accorder le « meilleur cours »** ». L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-015 a été abrogé et remplacé par l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 publié le 1^{er} septembre 2006 sous le titre « **Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés** ».

Contexte

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur l'application aux activités de négociation menées par un participant des obligations d'accorder le « meilleur cours » aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM »). En particulier, le présent Avis relatif à l'intégrité du marché expose la manière dont un participant, dans l'attente que des modifications projetées aux RUIM soient examinées et mises en oeuvre, peut se conformer aux obligations auxquelles il est présentement tenu aux termes des RUIM dans un contexte de marchés multiples concurrentiels négociant le même titre. Le lecteur est renvoyé à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-012, Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché », publié le 29 avril 2005, lequel énonce un certain nombre de modifications projetées aux RUIM qui auraient une incidence sur certaines des obligations imposées à un participant. Ces modifications proposées doivent faire l'objet de commentaires publics et d'une approbation de la part des autorités en valeurs mobilières compétentes.

Obligations d'accorder le « meilleur cours » imposées à un participant

La Règle 5.2 des RUIM exige d'un participant qu'il déploie des efforts raisonnables, avant d'exécuter un ordre client, afin de s'assurer que l'ordre est exécuté au meilleur cours. Actuellement, l'article 2 de la Politique 5.2 aux termes des RUIM prévoit qu'un participant ne peut sciemment faire fi d'ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché lorsqu'il négocie sur un marché au Canada ou sur une bourse ou un autre marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada.

Lorsqu'il existe de multiples marchés au Canada sur lesquels une transaction peut être exécutée, le participant doit prendre des mesures convenables afin de s'assurer de ne pas passer outre à des ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés auxquels le participant possède un accès aux négociations.

Négociation sur le système de Markets Securities Inc.

Au cours du mois de mai 2005, Markets Securities Inc. (« MSI ») se propose de commencer à exploiter des activités en qualité de système de négociation parallèle sous la désignation BlockBookMC. BlockBook permettra la négociation à l'égard de tout titre qui constitue un titre de participation coté en bourse à la Bourse de Toronto, à la Bourse de croissance TSX ou sur Canadian Trading and Quotation System Inc. (« CNQ »).

Les fonctions de négociation offertes par BlockBook comprennent ce qui suit :

- un marché continu (« mode d'enchères en continu ») dans lequel des ordres d'une taille minimale (initialement fixée à 25 000 actions à l'égard de tous les titres) peuvent être saisis;
- des enchères « consécutives » (où il y a possibilité de participation à la négociation selon le dernier cours vendeur) (les « enchères consécutives ») dans le cadre desquelles des ordres d'une taille minimale (initialement fixée à 1 000 actions à l'égard de tous les titres) peuvent être saisis à l'égard d'un titre déterminé, lesquelles enchères :
 - sont déclenchées par une exécution en mode d'enchères en continu,
 - permettent la saisie d'ordres en vue d'une négociation moyennant le cours de la dernière exécution en mode d'enchères en continu pendant une période de 60 à 90 secondes;
 - interdisent des exécutions supplémentaires en mode d'enchères en continu à l'égard de ce titre jusqu'au parachèvement des enchères consécutives.

Un adhérent à MSI peut saisir des ordres « arrimés » (c.-à-d., des ordres dont les cours sont établis en fonction d'un marché principal qui sert de point de repère) tant dans le mode d'enchères en continu que dans le cadre des enchères consécutives. Un ordre arrimé peut être structuré de sorte à ne pas être exécuté si le cours selon lequel la transaction aurait lieu serait supérieur au meilleur cours vendeur ou inférieur au meilleur cours acheteur sur le marché sur lequel le titre est inscrit. Présentement, l'utilisation d'un ordre « arrimé » convenable garantirait la conformité à l'interdiction d'effectuer de transactions hors cours aux termes des RUIM.

Un adhérent à MSI qui n'a pas recours à un ordre « arrimé » peut être assujéti à une obligation d'accorder le « meilleur cours » si une exécution donne lieu, que ce soit dans le mode d'enchères en continu ou dans le cadre des enchères consécutives, à un cours qui :

- soit, dans le cas d'un achat, est supérieur au cours vendeur des ordres sur un autre marché indiqué dans un affichage consolidé du marché;
- soit, dans le cas d'une vente, est inférieur au cours acheteur des ordres sur un autre marché indiqué dans un affichage consolidé du marché.

Dans de telles circonstances, l'on s'attend d'un participant qu'il déploie des efforts raisonnables afin d'assurer l'exécution à l'égard d'ordres dotés d'un meilleur cours indiqués dans un affichage consolidé du marché. Afin d'établir si un participant a déployé des efforts raisonnables, les éléments suivants sont pris en ligne de compte :

- l'accès du participant au marché où sont affichés l'ordre ou les ordres dotés d'un meilleur cours;
- les frais supplémentaires qui seraient engagés afin d'accéder à cet ordre ou à ces ordres;
- le respect, par le participant, de toute obligation applicable aux termes de l'article 2 de la Politique 2.1 à l'égard du déplacement du marché.

Il sera jugé qu'un participant a déployé des efforts raisonnables s'il saisit des ordres sur un marché au même moment que la transaction sur MSI, ou immédiatement après, et que ces ordres sont assortis d'un volume suffisant et saisis selon un cours qui permet de combler le volume d'ordres dotés d'un meilleur cours sur ce marché qui sont visibles dans l'affichage consolidé du marché au moment de la transaction sur MSI. L'obligation de combler des ordres dotés d'un meilleur cours n'est pas limitée par la taille de la transaction sur MSI. Le volume des ordres qui doit être saisi est établi uniquement par le volume visible des ordres dotés d'un meilleur cours déclaré dans l'affichage consolidé du marché applicable.

Conformément à « l'obligation d'accorder l'exécution d'ordres clients au meilleur cours » aux termes de la Règle 5.1 des RUIM, un participant qui possède un accès aux négociations sur MSI est assujéti à une obligation d'examiner les possibilités d'exécution dans le cadre des enchères consécutives si le cours selon lequel ces transactions seront exécutées est un meilleur cours que celui qui est disponible sur un autre marché.

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-023 publié le 29 juillet 2005 sous le titre « **Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés** ». L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-023 a été abrogé et remplacé par l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 publié le 1^{er} septembre 2006 sous le titre « **Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés** ». Des renseignements contextuels supplémentaires tirés de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-023 figurent à la Règle 3.1 et des dispositions supplémentaires figurent aux Règles 5.3, 7.7 et 8.1.

En vertu de la Règle 5.2, un participant est tenu de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché auquel il possède un accès à la négociation avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché étranger. Tel qu'il a été observé ci-dessus, ni les RUIM ni les règles visant les SNP n'exigent d'un participant qu'il possède un accès à la négociation à chaque marché canadien sur lequel peut se négocier un titre. En conséquence, l'obligation se rattache présentement à un participant uniquement pour ce qui est des ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés auxquels il possède un accès à la négociation.

Exemple n° 3 : Le titre canadien ABC se négocie tant sur le marché D que sur le marché E. Le participant X possède un accès uniquement au marché D. Le participant X saisit un ordre au mieux visant les titres ABC sur le marché D, même s'il existe une meilleure offre ou offre d'achat visant les titres d'ABC sur le marché E au moment de l'ordre. Le participant X se conforme à l'obligation d'accorder le meilleur cours.

Exemple n° 4 : Le titre canadien ABC se négocie tant sur le marché D que sur le marché E. Le participant X possède un accès au marché D ainsi qu'au marché E. Le participant X saisit un ordre au mieux visant les titres ABC sur le marché D même s'il existe une meilleure offre ou offre d'achat visant les titres d'ABC sur le marché E au moment de la saisie de l'ordre. Le participant X ne prend aucune mesure afin de combler la meilleure offre ou offre d'achat avant de saisir son ordre ou en même temps où il le saisit. Le participant X ne se conforme pas à l'obligation d'accorder le meilleur cours.

Exemple n° 5 : Le titre canadien ABC se négociait uniquement sur le marché D jusqu'à tout dernièrement. Les titres d'ABC se négocient présentement tant sur le marché D que sur le marché E. Le participant X a recours à un système de gestion des ordres (« SGO ») et possède un accès tant au marché D qu'au marché E. Un client ou un vendeur du participant X code un ordre au mieux dans le SGO du participant X au moyen de l'étiquette « marché par défaut », soit marché D. Au moment de l'ordre, il existe une meilleure offre ou offre d'achat visant les titres d'ABC sur le marché E. Le participant X ne se conforme pas à l'obligation

d'accorder le meilleur cours qui lui incombe. Afin que le participant X se conforme à l'obligation d'accorder le meilleur cours, il doit déployer des efforts raisonnables afin de s'assurer que ses clients et vendeurs n'utilisent pas des SGO afin de contourner de meilleures offres ou offres d'achat.

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 publié le 1^{er} septembre 2006 sous le titre « **Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés** ». Des dispositions supplémentaires figurent aux Règles 3.1, 5.1, 5.3, 7.7 et 8.1. **Cette partie de l'orientation a été abrogée avec prise d'effet le 16 mai 2008 par l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-010 – Orientation – Respect de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » (16 mai 2008).**

Règle 5.2 – Obligation d'accorder le meilleur cours

En vertu de la Règle 5.2, un participant est tenu de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché étranger. Conformément aux exigences des ACVM énoncées dans l'avis des ACVM, un participant doit tenir compte des renseignements concernant les ordres provenant de tous les marchés qui négocient un titre déterminé (et pas uniquement les marchés dont le participant est membre, utilisateur ou adhérent). Afin de déployer des « efforts raisonnables » pour réaliser une transaction moyennant le meilleur cours, un participant doit prendre des démarches convenables afin d'avoir accès à des ordres sur tout marché. Ces démarches peuvent comprendre la prise d'ententes par le participant avec un autre participant qui est membre, utilisateur ou adhérent du marché déterminé en vue de traiter l'ordre en tant qu'ordre de jockey pour le compte du participant qui n'est pas membre, utilisateur ou adhérent du marché déterminé.

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

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

Parmi les marchés actuels, seuls CNQ, la TSX et la BC TSX respectent l'ensemble des quatre conditions et il est prévu que Pure Trading le fera également. BlockBook, Bloomberg, Liquidnet et TriAct ne diffusent et ne diffuseront pas des données relatives aux ordres. Même si Shorcan diffuse des données relatives aux ordres, elle limite l'accès à des courtiers qui négocient pour compte propre et il s'agit d'un marché « manuel ». SRM est d'avis que le déploiement d'« efforts raisonnables » n'exige pas qu'un participant tienne compte d'ordres affichés sur un marché manuel auquel un accès immédiat et électronique ne peut s'établir. En conséquence, un participant a l'obligation de procéder à une exécution contre des ordres dotés d'un meilleur cours sur CNQ, Pure Trading, la TSX et la BC TSX avant de l'exécuter moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché organisé réglementé.

Puisque les ordres « dotés d'un meilleur cours » sont établis à partir des renseignements provenant d'un affichage consolidé du marché, l'obligation du participant ne porte que sur la partie « visible » d'un ordre « doté d'un meilleur cours » sur un autre marché. Si un marché autorise la saisie d'un ordre « iceberg » pour lequel seule une partie du volume est divulguée, aucune « obligation d'accorder le meilleur cours » ne doit être respectée à l'égard de la partie de l'ordre qui n'est pas visible au moment où le participant établit l'obligation qui lui incombe aux termes de la Règle 5.2. Pour l'heure, les ordres iceberg sont permis à CNQ, à la TSX et à la BC TSX et il est prévu qu'ils soient autorisés sur Pure Trading.

Si un marché affiche des ordres visibles mais qu'il n'est pas ouvert aux fins de négociation au moment donné, un participant n'est pas astreint à une obligation d'accorder le « meilleur cours » à l'égard de ces ordres. Un participant peut négocier en tout temps s'il tient compte de tous les ordres visibles sur les marchés qui sont alors ouverts aux fins de négociation. Cette obligation s'applique aux fonctionnalités ou installations de négociation spéciales d'un marché qui procède à des négociations avant ou après les heures « normales » de négociation dans la mesure où les ordres affichés sur ces fonctionnalités ou installations de négociation spéciales sont visibles.

Tel qu'il a initialement été exposé dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-015 – *Orientation – Respect des obligations d'accorder le « meilleur cours »*, SRM est d'avis qu'un participant sera jugé avoir déployé des efforts raisonnables s'il saisit des ordres sur un autre marché simultanément à, ou immédiatement après, la transaction sur un marché déterminé et ces ordres sont dotés d'un volume suffisant et d'un cours qui permettra de combler le volume des ordres dotés d'un meilleur cours sur cet autre marché qui sont visibles au moment de la transaction sur le marché déterminé. L'obligation de combler des ordres dotés d'un meilleur cours n'est pas limitée par la taille de la transaction. Le volume des ordres à saisir est établi uniquement en fonction du volume visible des ordres dotés d'un meilleur cours.

Comme TriAct ne disposera pas d'une transparence avant les opérations, les RUIIM n'exigeraient pas d'un participant qu'il établisse si un ordre « doté d'un meilleur cours » existait sur TriAct avant de procéder à l'exécution sur un autre marché. Toutefois, selon le modèle de marché qu'elle préconise, TriAct offrira une amélioration du cours par rapport au *meilleurs cours*

vendeur ou au *meilleur cours acheteur* au moment de l'exécution d'une transaction. Ainsi, aucun ordre saisi sur TriAct ne serait assorti d'une « obligation d'accorder le meilleurs cours » envers l'ordre provenant d'un autre marché.

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 publié le 10 août 2007 sous le titre « **Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés** ». Des dispositions supplémentaires figurent aux Règles 2.2, 3.1, 5.1 et 7.1. **Les questions 5, 8, 9 et 12 de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 ont été abrogées et remplacées avec prise d'effet le 16 mai 2008 par l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-010 – Orientation – Respect de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » (16 mai 2008).**

Questions et réponses

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Toutefois, si un *participant* exécutait la vente à découvert sur SNP 1, il aurait une obligation envers des ordres « dotés d'un meilleur cours » divulgués dans l'*affichage consolidé du marché*. La Règle 5.2 des RUIIM exigerait d'un *participant* qu'il saisisse immédiatement un ordre sur le marché principal afin d'être exécuté contre l'ordre visible doté d'un meilleur cours (10,00 \$ pour 1 000 actions).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

La Règle 5.2 des RUIM exige d'un *participant* qu'il déploie des efforts raisonnables avant l'exécution d'un ordre client afin de s'assurer que l'ordre client est exécuté moyennant le meilleur cours disponible. Les frais d'opération et les autres frais (y compris les frais d'accès et les frais de règlement) associés à l'exécution d'une transaction sur un marché constituent des facteurs à prendre en ligne de compte afin d'établir si un *participant* a déployé des « efforts raisonnables ». Afin de déployer des « efforts raisonnables » en vue de réaliser une transaction moyennant le meilleur cours, un

participant doit prendre les mesures qui s'imposent afin d'avoir accès aux ordres sur tout marché qui négocie un titre déterminé (et non seulement les marchés dont le *participant* est un membre, utilisateur ou adhérent).

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

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

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-019 publié le 21 septembre 2007 sous le titre « **Orientation – Saisie d'ordres clients sur des marchés, des installations et des fonctions non transparents** ». Des dispositions supplémentaires figurent aux Règles 5.1, 5.3 et 6.3.

Questions et réponses

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

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

Aux termes de la Règle 5.2, un participant a l'obligation de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché étranger. De l'avis de l'OCRCVM, le *meilleur cours acheteur* et le *meilleur cours vendeur* ne peuvent être établis que par renvoi à des ordres sur des marchés qui procurent une transparence préalable aux opérations. Afin qu'un participant puisse établir qu'il a déployé des « efforts raisonnables » afin d'exécuter un ordre client moyennant le meilleur cours, l'OCRCVM s'attend à ce que le participant traite avec les ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un autre marché si ce marché :

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

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

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

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

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

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-021 publié le 24 octobre 2007 sous le titre « **Orientation – Attentes concernant les obligations d'accorder le « meilleur cours »** ». **L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-021 a été abrogé et remplacé avec prise d'effet le 16 mai 2008 par l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-010 – Orientation – Respect de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » (16 mai 2008).**

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur les attentes qu'a Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») concernant la conformité aux obligations d'accorder le « meilleur cours » prévues dans les Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIIM ») dans un contexte de plusieurs marchés transparents. En particulier, le présent Avis porte sur les attentes de SRM en conséquence du lancement de la négociation du marché d'enchères en continu sur l'installation Pure Trading (« Pure ») de titres cotés à la Bourse de Toronto (la « TSX »).

Contexte

Description sommaire de l'obligation d'accorder le meilleur cours

SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006) qui donne une orientation générale sur les obligations qui incombent à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* aux termes des RUIIM concernant l'activité de négociation à l'égard d'un titre qui se négocie sur plus d'un marché, notamment l'obligation d'accorder le meilleur cours qui incombe à un *participant* aux termes de la Règle 5.2 des RUIIM. Aux termes de la Règle 5.2, un *participant* a l'obligation de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché étranger. Un *participant* doit tenir compte de renseignements quant aux ordres provenant de tous les marchés négociant un titre déterminé (et non seulement les marchés dont le *participant* est membre, utilisateur ou adhérent). Afin de faire preuve d'« efforts raisonnables » en vue d'effectuer une transaction moyennant le meilleur cours, un *participant* doit prendre les mesures qui s'imposent afin d'obtenir l'accès à des ordres sur tout marché. Au nombre des mesures à prendre, le *participant* peut devoir, entre autres, prendre des dispositions avec un autre *participant* qui est membre, utilisateur ou adhérent du marché déterminé en vue de traiter l'ordre comme un ordre de jockey pour le compte du *participant* qui n'est pas un membre, utilisateur ou adhérent du marché déterminé.

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

- diffuse des données quant aux ordres en temps réel et de manière électronique au moyen d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;
- fournit une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée;
- fournit un appariement des ordres et une exécution des transactions pleinement automatisés.

Parmi les marchés actuels, seuls CNQ (y compris « Pure »), la TSX et la Bourse de croissance TSX (« BC-TSX ») respectent l'ensemble des quatre conditions. BlockBook, Bloomberg, Liquidnet et MATCH Now ne diffusent pas de données quant aux ordres. Ainsi, un *participant* est tenu de procéder à l'exécution à l'égard d'ordres dotés d'un meilleur cours sur CNQ, Pure, la TSX et la BC-TSX avant d'exécuter un ordre moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché organisé réglementé étranger.

Puisque les ordres « dotés d'un meilleur cours » sont établis à partir de renseignements figurant dans un affichage consolidé du marché, un *participant* est astreint à l'obligation uniquement par rapport à la partie « visible » d'un ordre « doté d'un meilleur cours » sur un autre marché. Si un marché autorise la saisie d'un ordre « iceberg » à l'égard duquel seule une partie du volume est divulguée, aucune « obligation d'accorder le meilleur cours » n'existe à l'égard de la partie de l'ordre qui n'est pas visible au moment où le *participant* établit son obligation aux termes de la Règle 5.2. À l'heure actuelle, les ordres iceberg sont autorisés sur CNQ, Pure, la TSX et la BC-TSX.

Si un marché a des ordres visibles mais que le marché n'est pas ouvert aux fins de négociation au moment en cause, un *participant* n'a aucune obligation « d'accorder le meilleur cours » à l'égard de ces ordres. Un *participant* peut négocier en tout temps en tenant compte de tous les ordres visibles sur les marchés qui sont alors ouverts aux fins de négociation. Cette obligation s'applique aux installations de négociation spéciales d'un marché qui réalise des négociations avant ou après les heures de négociation « régulières », dans la mesure où les ordres dans le cadre de cette installation ou fonction spéciale sont visibles.

SRM est d'avis qu'un *participant* sera jugé avoir déployé des efforts raisonnables si le *participant* saisit des ordres sur un autre marché en même temps que la transaction sur un marché déterminé, ou immédiatement après celle-ci, et que ces ordres disposent d'un volume suffisant et sont assortis d'un cours qui combleront le volume des ordres dotés d'un meilleur cours sur cet autre marché qui sont visibles au moment de la transaction sur le marché déterminé. L'obligation de combler des ordres dotés d'un meilleur cours n'est pas limitée par la taille de la transaction. Le volume des ordres à saisir est établi uniquement en fonction du volume visible des ordres dotés d'un meilleur cours.

Puisque MATCH Now ne fournit pas de transparence antérieure aux opérations, les RUIIM n'exigent pas d'un *participant* qu'il établisse si un ordre « doté d'un meilleur cours » existait sur MATCH Now avant de procéder à une exécution sur un autre marché. Toutefois, MATCH Now fournit une amélioration du cours par rapport au *meilleur cours vendeur* et au *meilleur cours acheteur* au moment de l'exécution d'une transaction. Ainsi, aucun ordre qui est exécuté sur MATCH Now n'est assorti d'une obligation « d'accorder le meilleur cours » par rapport à un ordre sur un autre marché.

Pour obtenir une orientation supplémentaire à l'égard de la négociation sur plusieurs marchés, il y a lieu de consulter les Avis suivants :

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – *Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés* (30 octobre 2006);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 – *Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés* (10 août 2007).

Lancement sur Pure de la négociation par enchères en continu

Le 14 septembre 2007, la fonction « Pure Trading » de CNQ a lancé la négociation par enchères en continu à l'égard de trois titres cotés à la TSX. Pure a élargi sa liste de négociation afin d'inclure un total de 15 titres inscrits à la cote de la TSX à compter du 12 octobre 2007. L'échéancier en vue de l'inclusion sur la liste des actions négociées sur Pure de titres supplémentaires cotés à la TSX est disponible sur le site Internet de Pure à l'adresse www.puretrading.ca sous le titre de rubrique « Stock List ».

Compte tenu du début des activités de négociation par enchères en continu, l'installation de saisie d'applications de Pure se limite aux titres qui peuvent être négociés dans le cadre du marché d'enchères en continu.

Questions et réponses

Le texte qui suit donne une liste de questions concernant les attentes qu'a SRM au sujet du respect, par un *participant*, des obligations « d'accorder le meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 des RUIIM en conséquence du lancement, sur Pure, de la négociation sur le marché d'enchères en continu de titres cotés à la TSX.

1. Dans le cadre du lancement du marché d'enchères en continu sur Pure, SRM accordera-t-elle aux participants un « délai de grâce » afin de s'ajuster à la conformité aux obligations « d'accorder le meilleur cours » ?

SRM n'accordera pas de « délai de grâce ». SRM reconnaît que le lancement de la négociation par enchères en continu sur Pure de titres cotés à la TSX constituait la première fois depuis la mise en vigueur des RUIIM en 2002 que deux marchés transparents dont les ordres sont affichés dans un affichage consolidé ont réalisé des opérations sur des titres relativement liquides. SRM est consciente que tous les *participants* et/ou fournisseurs de services n'ont pas été en mesure de mettre en oeuvre intégralement les modifications aux systèmes (y compris la création d'une capacité d'« acheminement intelligent des ordres ») ou les procédures nécessaires en vue de garantir la conformité à l'obligation « d'accorder le meilleur cours » envers les ordres visibles à la fois sur Pure et à la TSX. L'on s'attend de chaque *participant* qu'il mette en oeuvre des mesures intermédiaires dans le cadre du déploiement d'« efforts raisonnables » afin de se conformer aux obligations d'accorder le meilleur cours qui lui incombent. Les mesures provisoires adoptées par un *participant* doivent être convenables compte tenu de la taille et du type de flux d'ordres du *participant*. Les mesures provisoires peuvent comprendre l'acheminement, vers un autre *participant* qui a mis en oeuvre intégralement une solution de systèmes à l'égard de la saisie d'ordres de jitney sur le marché donné, d'ordres visant des titres qui se négocient sur plus d'un marché transparent en vue d'un « traitement spécial » et d'une saisie sur le marché qui s'impose ou de l'orientation du flux d'ordres.

SRM reconnaît que les mesures provisoires adoptées par un *participant* peuvent néanmoins entraîner un nombre isolé de transactions hors cours. Si le *participant* a suivi ses mesures provisoires au cours de cette période de transition, SRM ne jugera pas qu'une transaction hors cours isolée constitue une violation des exigences aux termes des RUIIM.

2. Un participant respecte-t-il son obligation « d'accorder le meilleur cours » si la décision de négociation est fondée sur des renseignements dont dispose le participant ?

Un *participant* doit tenir compte de renseignements quant aux ordres provenant de tous les marchés transparents négociant un titre donné (et non seulement les marchés dont le *participant* est membre, utilisateur ou adhérent). Pourvu que le *participant* ait tenu compte de ces renseignements dans le cadre de la saisie d'un ordre, SRM sera satisfaite du fait que le *participant* a déployé des « efforts raisonnables » afin de respecter le meilleur cours. SRM reconnaît qu'il existera des délais différents dans le cadre de la fourniture de renseignements parmi les divers vendeurs de données, fournisseurs de services et les systèmes internes du *participant*. La norme de conduite à respecter dans le cadre de l'obligation d'accorder le meilleur cours est « propre » à chaque *participant*.

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

Non. L'obligation « d'accorder le meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 est fondée sur le déploiement, par le

participant, d'« efforts raisonnables ». Dans des « conditions de course contre le temps », un *participant* qui saisit un ordre en fonction des renseignements disponibles au moment de la saisie de l'ordre se conformera à la Règle 5.2.

4. Pourquoi SRM diffuse-t-elle des avis d'alerte quant à une violation éventuelle (« AAVÉ ») concernant des « transactions hors cours » possibles à l'égard d'ordres dotés d'un meilleur cours ?

De façon régulière depuis le lancement de la négociation par enchères en continu sur Pure, SRM a diffusé des AAVÉ ou des notifications de transactions hors cours possibles à chacun des *participants* qui a peut-être exécuté une transaction hors cours à l'égard d'un ordre doté d'un meilleur cours entre Pure et la TSX. SRM reconnaît que chaque *participant* est en période de transition vers la négociation dans un contexte de multiples marchés et la diffusion de l'AAVÉ a pour objet de porter à l'attention de chaque *participant* la possibilité que ses systèmes ou procédures puissent devoir être rajustés afin de garantir la conformité à l'obligation d'accorder le meilleur cours. La production de ces avis est fondée sur les renseignements dont dispose SRM. SRM s'attend à ce que chaque *participant* fasse enquête à l'égard de ces violations éventuelles afin d'établir si un rajustement est nécessaire aux systèmes ou procédures qu'utilise le *participant* afin de garantir la conformité à l'obligation d'accorder le meilleur cours.

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

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

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

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

Si un *participant* procède activement à une « offre d'achat de contournement » ou une « offre de vente de contournement » sur un marché déterminé à l'égard des cours indiqués dans un affichage consolidé du marché ou sur un autre marché, cette action donne lieu à des « marchés croisés » où l'offre d'achat sur un marché est plus élevée que l'offre de vente sur un autre marché. Une « offre d'achat de contournement » se produit lorsqu'un ordre d'achat est enregistré sur un marché moyennant un cours qui est supérieur à une offre de vente à l'égard de ce titre affiché sur un autre marché transparent. Une « offre de vente de contournement » se produit lorsqu'un ordre de vente est enregistré sur un marché moyennant un cours qui est inférieur à l'offre d'achat visant ce titre affichée sur un autre marché transparent.

Au moment où le *participant* saisit l'ordre qui donne lieu à une « offre d'achat de contournement » ou une « offre de vente de contournement », cet ordre sera jugé constituer l'« ordre actif » puisqu'il existe un ordre existant enregistré sur un marché transparent contre lequel « l'offre d'achat de contournement » ou « l'offre de vente de contournement » aurait pu être exécutée, au moins en partie. Le fait que l'ordre qui fait l'objet d'une « offre d'achat de contournement » ou d'une « offre de vente de contournement » soit « enregistré » sur le marché n'en modifie pas le statut d'« ordre actif » aux fins de l'obligation d'accorder le meilleur cours aux termes des RUIM.

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

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

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

transaction hors cours.

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

L'obligation incombe à chaque *participant* de surveiller les marchés afin d'établir quels titres sont admissibles à la négociation sur chaque marché. SRM a observé que plusieurs des transactions hors cours éventuelles ont été exécutées le jour où un titre est admissible pour la première fois en vue d'une négociation sur plus d'un marché transparent. Dans le cas de Pure, le *participant* ou son fournisseur de services devrait surveiller l'échéancier des titres cotés à la TSX qui sont admissibles à la négociation sur le marché d'enchères en continu de Pure, lequel est disponible sur le site Internet de Pure à l'adresse www.puretrading.ca, sous le titre de rubrique « Stock List ».

Les *participants* devraient également être conscients du fait qu'un nombre limité de titres peuvent être intercotés à l'occasion entre CNQ et la BC-TSX et que ces titres peuvent se négocier sur chaque marché sous des symboles différents. Actuellement, il existe deux titres intercotés de la sorte, soit United Reef Limited, lequel est inscrit à la cote de CNQ sous le symbole « URPL », et qui est également coté à la BC-TSX sous le symbole « URP »; et Roxmark Mines Limited, dont le titre est inscrit à la cote de CNQ sous le symbole « RMKL » et qui est également coté à la BC-TSX sous le symbole « RMK ».

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-010 publié le 16 mai 2008 sous le titre « **Orientation – Respect de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours »** ».

Récapitulatif

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

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

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

- **Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-021 – Orientation – Attentes concernant les obligations d'accorder le « meilleur cours »** (24 octobre 2007).
- **Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 – Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés** (10 août 2007);
- **Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés** (30 octobre 2006);
- **Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés** (1^{er} septembre 2006).

Orientation révisée

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

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

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

L'OCRCVM considère que ces modifications sont « intermédiaires » étant donné que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») élaborent une proposition sur les transactions hors cours.¹ Selon la teneur définitive que prendra ce régime d'interdiction de procéder à des transactions hors cours, des modifications aux fins d'harmonisation pourraient s'avérer nécessaires aux RUIIM, particulièrement à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » aux

¹ Veuillez consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007 – *Avis de consultation – Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés* (20 avril 2007).

termes de la Règle 5.2 telle que modifiée par les modifications intermédiaires. L'OCRCVM s'attend à ce que les modifications intermédiaires soient en vigueur à compter du 16 mai 2008 jusqu'à ce que des modifications mettant en œuvre la teneur définitive du régime d'interdiction de procéder à des transactions hors cours des ACVM prennent effet.

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

Questions et réponses

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

L'hypothèse et le tableau qui suivent fournissent les éléments de base pour les deux illustrations ci-dessous :

Prenez pour hypothèse qu'un titre déterminé est coté à une bourse qui constitue le « marché principal » et sur deux SNP et que chacun des marchés est admissible en qualité de « marché protégé ».²

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

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

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

- le marché principal moyennant 10,10 \$ (soit le « dernier cours vendeur » sur ce

marché);

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

Toutefois, si un *participant* exécutait la vente à découvert sur SNP 1, il aurait une obligation envers des ordres « dotés d'un meilleur cours » déclarés dans l'*affichage consolidé du marché*. La Règle 5.2 des RUIIM exigerait d'un *participant* qu'il saisisse immédiatement un ordre sur le marché principal afin d'être exécuté contre l'ordre visible doté d'un meilleur cours (10,00 \$ pour 1 000 actions).

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

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

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

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

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

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

Aux termes des RUIIM, l'établissement du *meilleur cours acheteur* et du *meilleur cours vendeur* exclut le prix de tout ordre qui constitue un *ordre assorti de conditions spéciales* et un certain nombre d'ordres « hors des circuits habituels », notamment les *ordres de base*, les *ordres au cours du marché*, les *ordres au cours de clôture*, les *ordres au dernier cours*, les *ordres au premier cours* et les *ordres à prix moyen pondéré en fonction du volume*. Même si un *participant* n'est pas tenu de tenir compte d'*ordres assortis de conditions spéciales* dans le cadre de l'établissement du meilleur cours, un *participant* peut être tenu d'examiner des possibilités d'exécution figurant dans le registre des conditions spéciales d'un marché conformément à l'obligation d'obtenir la meilleure exécution aux termes de la Règle 5.1 des RUIIM.

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

L'OCRCVM est d'avis qu'un *participant* sera jugé avoir déployé des efforts raisonnables s'il saisit des ordres sur un autre *marché protégé* en même temps que la transaction sur un marché déterminé, ou immédiatement après celle-ci, et si ces ordres sont dotés d'un volume suffisant et sont assortis d'un cours qui combleront le volume des ordres dotés d'un meilleur cours sur cet autre *marché protégé* qui sont visibles au moment de la transaction sur le marché déterminé. Dans la mesure où les ordres dotés d'un meilleur cours qui sont visibles au moment de la transaction sont « immédiatement » remplacés par un ou plusieurs ordres, le *participant* est tenu de saisir un ordre même s'il se peut qu'il se négocie avec un ou plusieurs différents ordres que ce qu'il avait prévu, ou qu'il ne se négocie pas du tout. Le volume de l'ordre qui doit être saisi est établi uniquement par volume visible du ou des ordres dotés

d'un meilleur cours au moment de la transaction sur le marché déterminé.

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

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

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

La Règle 5.2 des RUIM exige d'un *participant* qu'il déploie des efforts raisonnables au moment de l'exécution d'un ordre afin de s'assurer que l'ordre est exécuté moyennant le meilleur cours disponible. En conséquence des modifications intermédiaires, les frais d'opérations et les autres frais (y compris les frais d'accès, les frais de traitement de l'opération et les frais de règlement) associés à l'exécution d'une transaction sur un marché ont été abrogés comme l'un des facteurs à prendre en ligne de compte afin d'établir si un *participant* se conforme à l'obligation d'obtenir le « meilleur cours ». Les frais d'opérations **ne** peuvent **plus** être pris en compte afin d'établir si un *participant* a déployé des « efforts raisonnables ».

Pour l'heure, un marché est autorisé à établir des frais d'accès à son marché sans limites. Même si les différences quant aux frais d'accès imputés par les marchés sont autorisées, la réglementation des frais d'accès fait présentement l'objet d'une proposition de la part des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM »), laquelle, entre autres, se propose de fixer un montant maximal qu'un marché visible peut imputer en vue d'obtenir l'accès à une cotation. Il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-007 – *Avis de consultation – Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés* (20 avril 2007) pour une analyse de la proposition des ACVM sur les « transactions hors cours ». Les dispositions des RUIM et leur interprétation et application seraient modifiées afin de se conformer à la position adoptée par les ACVM. Aux termes des propositions concernant la « meilleure exécution » le coût global de l'opération constituera l'un des facteurs qu'un *participant* sera en mesure de prendre en compte afin de se conformer à l'obligation de « meilleure exécution ».

Les questions 5, 7 et 9 figurant dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés (30 octobre 2006) sont abrogées et remplacées par les suivantes :

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

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

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

Nonobstant toute politique adoptée par un *participant*, la Règle 6.3 portant sur la diffusion des ordres clients prévoit qu'un *participant* est en mesure de s'abstenir de saisir un ordre client visant l'achat ou la vente de 50 unités de

négociation ou moins si le *participant* « établi[t] en fonction des conditions du marché, que la saisie de l'ordre ne serait pas dans l'intérêt du client ». Si le participant retient les ordres dans de telles circonstances, il garantit que le client bénéficiera d'un cours au moins aussi élevé que celui que le client aurait reçu si l'ordre client avait été exécuté dès la réception par le *participant* ou moyennant un meilleur cours si l'ordre client est exécuté contre un ordre propre ou un ordre non-client.

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

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

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

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

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

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

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

Procédures disciplinaires : L'article 5.2 des Règles a été examiné **Dans l'affaire intéressant Gerald Douglas Phillips (« Phillips ») (26 février 2004) ER 2004-002.** Se reporter aux Instances disciplinaires en vertu de la Règle 2.1.