

26 février 2007

N° 2007-002

Acheminement suggéré

- Négociation
- Affaires juridiques et Conformité

Sujets principaux

- Affichage consolidé du marché
- Application intentionnelle
- Application interne
- Dernier cours vendeur
- Diffusion des ordres
- Échelon de cotation
- Marché principal
- Marchés multiples
- Meilleur cours acheteur
- Meilleur cours vendeur
- Meilleure exécution
- Obligation d'accorder le meilleur cours
- Ordre assorti de conditions particulières
- Ordre au cours de clôture
- Ordre au dernier cours
- Ordre au premier cours
- Priorité aux clients
- Transactions pour compte propre
- Vente à découvert

Renvois aux dispositions des RUIIM

- Règle 1.1 – Définitions
- Règle 2.1 – Équité dans le commerce
- Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert
- Règle 5.1 – Meilleure exécution d'ordres clients

DISPOSITIONS SE RAPPORTANT AUX MARCHÉS CONCURRENTIELS

Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis de l'approbation par les autorités en valeurs mobilières compétentes, avec prise d'effet le 9 mars 2007, des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché visant à favoriser la mise sur pied de multiples marchés négociant les mêmes titres. Les modifications comprennent des révisions aux propositions régissant la priorité aux clients de sorte qu'un participant ne puisse saisir sur un marché un ordre propre ou un ordre non-client dont le participant, en fonction des renseignements connus de la ou des personnes qui donnent ou saisissent l'ordre propre ou l'ordre non-client ou qui lui soient raisonnablement disponibles, sait ou aurait dû savoir qu'il ferait l'objet d'une exécution ou serait raisonnablement susceptible d'être exécuté par priorité à un ordre client reçu par le participant avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client :

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

Les modifications approuvées ont été révisées par rapport aux propositions contenues dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-019 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (6 octobre 2006).

Questions / Renseignements supplémentaires

Pour obtenir un complément d'information ou pour formuler des questions concernant le présent Avis, veuillez communiquer avec la personne suivante :

M^e James E. Twiss

Avocat principal en matière de politique

Téléphone : (416) 646-7277

- Règle 5.2 – Obligation d'accorder le meilleur cours
- Règle 5.3 – Priorité aux clients
- Règle 6.1 – Saisie d'ordres sur un marché
- Règle 6.2 – Désignations et identificateurs
- Règle 6.3 – Diffusion des ordres clients
- Règle 7.7 – Négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres
- Règle 8.1 – Transactions pour compte propre
- Règle 10.9 – Pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché

Télécopieur : (416) 646-7265

Courriel : james.twiss@rs.ca

Renvois aux Avis relatifs à l'intégrité du marché

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-012 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (29 avril 2005)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-018 – *Avis de consultation – Définition de l'affichage applicable du marché* (10 juin 2005)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-019 – *Avis de consultation – Dispositions en vue de favoriser la mise sur pied de multiples marchés* (10 juin 2005)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-019 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (6 octobre 2006)

DISPOSITIONS SE RAPPORTANT AUX MARCHÉS CONCURRENTIELS

Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis de l'approbation par les autorités en valeurs mobilières compétentes¹, avec prise d'effet le 9 mars 2007, des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché visant à favoriser la mise sur pied de multiples marchés négociant les mêmes titres. Les modifications comprennent des révisions aux propositions régissant la priorité aux clients de sorte qu'un participant ne puisse saisir sur un marché un ordre propre ou un ordre non-client dont le participant, en fonction des renseignements connus de la ou des personnes qui donnent ou saisissent l'ordre propre ou l'ordre non-client ou qui lui soient raisonnablement disponibles, sait ou aurait dû savoir qu'il ferait l'objet d'une exécution ou serait raisonnablement susceptible d'être exécuté par priorité à un ordre client reçu par le participant avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client :

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

Les modifications approuvées ont été révisées par rapport aux propositions contenues dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-019 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (6 octobre 2006).

Contexte des modifications

Les RUIM ont été rédigées afin de favoriser la structure de marché envisagée par les exigences de la Norme canadienne 21-101 – *Le fonctionnement du marché* (la « Norme sur le fonctionnement du marché ») et la Norme canadienne 23-101 – *Les règles de négociation* (les « règles de négociation des ACVM ») qui sont entrées en vigueur le 1^{er} décembre 2001. Avec prise d'effet le 4 janvier 2004, un certain nombre de modifications a été apporté à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux règles de négociation des ACVM (les modifications de 2004 portant sur la règle visant les SNP), notamment les suivantes :

- la suppression de l'exigence qu'il y ait un système de regroupement de données et le remplacement de la notion d'une agence de traitement de l'information ou d'un « fournisseur d'information qui respecte les normes établies par le fournisseur de services de réglementation »;
- la suppression de la notion du « marché principal » pour la négociation d'un titre;

¹ La Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers au Québec (les « autorités de reconnaissance »).

- la suppression de l'exigence que les marchés conservent une connexion électronique à chaque autre marché qui négocie les mêmes titres.²

Les RUIM ont également été rédigées en anticipation des types d'ordres et des fonctions et installations de négociation qui existaient à la Bourse de Toronto (la « TSX ») et à la Bourse de croissance TSX (la « BC TSX ») au 1^{er} avril 2002. Il y avait lieu de s'assurer que les notions utilisées dans les RUIM tenaient compte non seulement des modifications de 2004 portant sur la règle visant les SNP mais étaient suffisamment souples afin de s'appliquer aux types d'ordres et aux fonctions et installations de négociation qui ont été élaborées, ou qui sont proposées, par d'autres marchés concurrentiels.

La proposition initiale relative aux marchés concurrentiels énonçait une série de modifications proposées aux RUIM afin de favoriser la mise sur pied de multiples marchés négociant les mêmes titres, laquelle intégrait des révisions à plusieurs propositions de modifications initialement publiées dans les avis suivants :

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-012 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (29 avril 2005);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-018 – *Avis de consultation – Définition de l'affichage applicable du marché* (10 juin 2005);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-019 – *Avis de consultation – Dispositions en vue de favoriser la mise sur pied de marchés multiples* (10 juin 2005).

Le 15 décembre 2006, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont publié un avis de modifications approuvées à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux règles de négociation des ACVM³ (les « modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP »). Les modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP ont précisé les exigences des ACVM en modifiant l'Instruction complémentaire 23-101 en vue d'ajouter l'alinéa suivant :

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

² Canadian Securities Administrators. *Notice of Amendments to National Instrument 21-101 Marketplace Operation and Companion Policy 21-101CP and National Instrument 23-101 – Trading Rules and Companion Policy 23-101CP*, (2003) 26 OSCB 7147 (en anglais uniquement).

³ Autorités canadiennes en valeurs mobilières. *Avis de publication – Règlement modifiant la Norme canadienne 21-101, Le fonctionnement du marché et modification de l'Instruction complémentaire 21-101, Le fonctionnement du marché et Règlement modifiant la Norme canadienne 23-101, Les règles de négociation et modification de l'Instruction complémentaire 23-101, Les règles de négociation*, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 15 décembre 2006, volume 3, numéro 50.

avec un autre courtier participant à un marché particulier ou d'acheminer un ordre vers un marché donné.⁴

Les modifications harmonisent les RUIIM aux exigences des ACVM énoncées dans les modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP à l'égard de l'obligation d'un participant de tenir compte, s'il y a lieu, de renseignements provenant de tous les marchés négociant un titre déterminé. Les modifications tiennent compte du fait que tous les marchés :

- ne sont pas en mesure de fournir une transparence à l'égard des ordres saisis sur ce marché;
- ne disposent pas des mêmes moyens de fournir une transparence après les opérations;
- ne sont pas accessibles soit aux participants soit aux personnes ayant droit d'accès;
- ne sont pas en mesure de fournir un appariement des ordres et une exécution des transactions pleinement automatisés.

Ces différences à l'égard de la diffusion des données, de l'accès aux marchés et de la structure des marchés ont une incidence sur les démarches que doit prendre un participant ou une personne ayant droit d'accès afin de se conformer aux diverses dispositions des RUIIM, notamment les suivantes :

- Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert;
- Règle 5.1 – Meilleure exécution des ordres clients;
- Règle 5.2 – Obligation d'accorder le meilleur cours;
- Règle 5.3 – Priorité aux clients;
- Règle 7.7 – Restrictions à la négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres;
- Règle 8.1 – Transactions pour compte propre.

SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006) afin de fournir une orientation supplémentaire quant à l'application et à l'interprétation de ces règles dans le contexte actuel où il existe plusieurs marchés. Les modifications intègrent directement dans les Règles et les Politiques certains aspects de l'orientation fournie dans cet Avis relatif à l'intégrité du marché concernant les obligations incombant à un participant ou à une personne ayant droit d'accès de tenir compte de renseignements quant aux ordres ou aux transactions provenant des marchés. L'orientation énoncée dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 continue de s'appliquer suivant l'adoption des modifications sauf que la modification apportée à la règle de la priorité aux clients par les modifications nécessite la modification de l'orientation fournie à l'égard de l'application de la règle sur la priorité aux clients.⁵

⁴ Instruction complémentaire 23-101, par. 4.1(8).

⁵ Se reporter à la rubrique « Modification de l'obligation d'accorder la priorité aux clients » aux pages 16 à 18. Compte tenu de l'adoption des modifications, l'orientation fournie dans les deuxième et troisième phrases du premier paragraphe sous le titre « Règle 5.3 – Priorité aux clients » dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006) devrait être modifiée afin de se lire comme suit :

Dans l'avis accompagnant le projet de modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP, les ACVM ont confirmé qu'elles continuaient à examiner l'interdiction de « procéder à des transactions hors cours » et l'obligation d'accorder la « meilleure exécution ».⁶ Les dispositions des RUIIM et leur interprétation et application seront modifiées afin de se conformer aux positions adoptées par les ACVM. Dès la publication de toutes modifications proposées à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux règles de négociation des ACVM concernant l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ou l'obligation d'accorder le meilleur cours, SRM publiera des Avis relatifs à l'intégrité du marché supplémentaires afin de solliciter des commentaires sur les modifications proposées consécutives aux RUIIM et pour fournir une orientation supplémentaire à l'égard des pratiques de négociation qui peuvent être nécessaires en conséquence directe de la position définitive adoptée par les ACVM à l'égard de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Les autorités de reconnaissance poursuivent leur examen des modifications proposées aux RUIIM publiées dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-012 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (29 avril 2005). À l'exception des modifications à la Règle et à la Politique 6.1 – Saisie des ordres sur un marché qui ont été incluses dans les modifications, SRM s'attend à ce que le reste de ces modifications proposées soit abordé par les autorités de reconnaissance de concert avec les propositions des ACVM à l'égard de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et l'obligation d'accorder la meilleure exécution.

Résumé des modifications

Le texte qui suit est un résumé des aspects les plus importants des modifications :

Définition du meilleur cours vendeur et du meilleur cours acheteur

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

L'exigence générale veut qu'un participant ne saisisse pas sur un marché ou sur un marché organisé réglementé un ordre propre ou un ordre non-client dont, en fonction des renseignements qu'il connaît ou qui lui sont raisonnablement accessibles, le participant sait qu'il fera l'objet d'une exécution ou qu'il est raisonnablement susceptible d'être exécuté par priorité à un ordre client reçu avant la saisie de l'ordre propre ou l'ordre non-client et l'ordre client est offert moyennant le même prix ou un prix supérieur à l'ordre propre ou à l'ordre non-client. Plus précisément, un participant ne peut jamais procéder intentionnellement à des transactions qui devancent un ordre client au mieux ou un ordre négociable à cours limité qu'il a reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client, et ce, sauf conformément à une dispense des exigences de l'alinéa 5.3(1) des règles, lesquelles dispenses comprennent, entre autres, l'obtention du consentement exprès du client.

⁶ Se reporter au Document de réflexion 23-402 – *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages*, 4 février 2005 et Document de discussion 23-403 – *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours*, 22 juillet 2005.

mécanisme d'établissement des cours. Les modifications prévoient que l'établissement du *meilleur cours vendeur* et du *meilleur cours acheteur* exclut le cours de tout ordre qui est :

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

Définition d'un ordre au cours de clôture

La Norme sur le fonctionnement du marché exige que chaque marché établisse des heures d'exploitation pour son marché. Elle n'exige pas que chaque marché adopte les heures d'exploitation « normalisées » des bourses actuelles au Canada. Afin de favoriser la négociation moyennant le cours de clôture, des négociations peuvent être autorisées dans le cadre de fonctions spéciales moyennant le cours « de clôture ».

La faculté d'exécuter des transactions moyennant le dernier cours vendeur d'une séance boursière favorise le rééquilibrage de l'indice au cours de clôture et certains autres genres d'opérations spéciales, par exemple l'exécution de swaps (opérations d'échange) fondés sur les cours de clôture. Afin de faciliter de telles négociations, les modifications prévoient qu'un *ordre au cours de clôture* est défini comme un ordre assujéti à la condition qu'il se négocie moyennant le dernier cours de clôture du titre dans le cadre d'une transaction sur un marché ce même jour de bourse et que la transaction soit exécutée après l'établissement du cours de clôture. Étant donné que les cours indiqués dans un affichage consolidé du marché peuvent continuer d'évoluer au cours de la période avant la saisie, sur un marché donné, de l'*ordre au cours de clôture* et jusqu'au moment de son exécution, il est nécessaire de prévoir des dispenses pour ce type d'ordre des exigences suivantes :

- la Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert;
- la Règle 5.2 – Obligation d'accorder le meilleur cours;
- la Règle 5.3 – Priorité aux clients;
- la Règle 6.3 – Diffusion des ordres clients;
- la Règle 8.1 – Transactions pour compte propre.

Même si les dispositions visant un *ordre au cours de clôture* permettent la négociation dans le cadre de la séance de négociation spéciale de la TSX, la définition d'*ordre au cours de clôture* est générique et tout marché, y compris un SNP, est en mesure de mettre sur pied une séance ou une fonction en vue de recevoir des transactions moyennant le cours de clôture sur ce marché.

Définition de l’affichage consolidé du marché

La définition d’*affichage consolidé du marché* adoptée par les modifications diffère de la définition actuelle de l’expression en ce sens qu’elle :

- supprime l’exigence que la liste consolidée préparée par une agence de traitement de l’information ou que les informations relatives aux ordres et aux transactions recueillies par un fournisseur d’information comprenne des détails sur des ordres et des transactions visant un titre déterminé provenant du « marché principal » à l’égard de ce titre;
- prévoit qu’en l’absence d’une agence de traitement de l’information, il est possible de se fier aux renseignements fournis par un ou plusieurs fournisseurs d’information à titre d’*affichage consolidé du marché* uniquement s’ils ont été fournis aux fournisseurs d’information conformément à la Norme sur le fonctionnement du marché.

Les modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP ont confirmé les exigences imposées par les ACVM comme quoi, dans le traitement d’un ordre visant un titre qui se négocie sur plusieurs marchés, « le courtier [prend] en considération l’information relative aux ordres exécutés sur tous les marchés sur lesquels le titre concerné se négocie, et non seulement les marchés auxquels il participe »⁷ Les modifications harmonisent la définition d’*affichage consolidé du marché* avec les exigences des ACVM telles qu’énoncées dans les modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP de sorte que cet affichage consolidé du marché contienne des renseignements quant aux ordres visant un titre déterminé de chaque marché qui diffuse des renseignements sur les ordres à l’agence de traitement de l’information ou au fournisseur d’information et contienne des renseignements quant aux transactions visant un titre déterminé de chaque marché qui négocie ce titre déterminé. Ainsi qu’il a été noté auparavant, l’Avis relatif à l’intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006) prévoyait une orientation supplémentaire concernant les obligations incombant à un participant ou à une personne ayant droit d’accès de tenir compte de renseignements quant aux ordres ou aux transactions provenant de marchés déterminés en fonction de différences relatives à la diffusion des données, à l’accès au marché et à la structure du marché.

Définition d’application intentionnelle et d’application interne

La définition d’*application intentionnelle* a été modifiée en vue de reconnaître qu’un adhérent d’un SNP est en mesure de saisir une application intentionnelle.⁸ Dans le même ordre d’idées, la définition d’*application interne* a été modifiée afin de reconnaître qu’un adhérent à un SNP qui est un gestionnaire de portefeuille est en mesure de saisir une application interne. Selon leur libellé antérieur, les définitions d’*application intentionnelle* et d’*application interne* étaient limitées dans leur application au traitement d’un ordre client par un participant. Puisque les

⁷ Instruction complémentaire 23-101, par. 4.1(8).

⁸ Par exemple, si un courtier étranger est un adhérent d’un SNP, ce courtier pourrait être en mesure de saisir une *application intentionnelle* entre deux de ses clients ou entre lui-même agissant en sa qualité de contrepartiste et de client.

applications intentionnelles ou les applications internes sont souvent exclues du calcul des cours moyens pondérés en fonction du volume ou des obligations visant les ordres « appariés au volume », les modifications aideront à garantir que les transactions exécutées sur des SNP et qui constituent, en réalité, une *application intentionnelle* ou une *application interne* ne faussent pas des décisions en matière de négociation.

Définition du dernier cours vendeur

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

Définition d'un ordre au dernier cours

Les modifications précisent la différence entre un *ordre au dernier cours* et un *ordre au cours de clôture* en modifiant la définition d'un *ordre au dernier cours* afin d'exiger que l'ordre soit saisi aux fins non seulement d'exécution au cours de clôture mais également de participation au calcul de ce cours de clôture.

Définition d'un ordre au premier cours

Auparavant, un ordre qui était saisi sur un marché en vue d'être exécuté moyennant le cours d'ouverture du titre sur ce marché continuait d'être admissible comme *ordre au premier cours* même si l'ordre ne participait pas aux transactions initiales visant le titre sur ce marché. Un *ordre au premier cours* est dispensé de plusieurs obligations aux termes des RUIM, dont l'obligation « d'accorder le meilleur cours » en vertu de la Règle 5.2 et des exigences relatives aux transactions pour compte propre en vertu de la Règle 8.1, puisque le cours selon lequel l'ouverture aura lieu n'est pas connu au moment de la saisie de l'ordre. Les modifications prévoient qu'un ordre cesse d'être admissible en qualité d'*ordre au premier cours* si l'ordre ne participe pas aux transactions initiales visant le titre sur ce marché. Les modifications précisent également que, pour qu'un ordre soit admissible à titre d'*ordre au premier cours*, il doit être saisi sur le marché avant l'ouverture des négociations sur ce marché.

Définition d'un ordre assorti de conditions particulières

Avant les modifications, les RUIIM définissaient un *ordre assorti de conditions particulières* comme un ordre d'achat ou de vente, selon le cas :

- visant moins qu'une entité de négociation standard;
- qui est assujetti à une condition autre que quant au cours ou à la date de règlement;
- qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre que le troisième jour ouvrable suivant l'exécution (ou une autre date stipulée en vue du règlement par une directive d'une bourse reconnue (une « bourse ») ou un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu (un « SCDO »).

En outre, les RUIIM définissent un certain nombre d'ordres « spéciaux », par exemple un *ordre de base*, un *ordre au cours du marché*, un *ordre au dernier cours*, un *ordre au premier cours* et un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume*. Chacun de ces types d'ordres pourrait être considéré un *ordre assorti de conditions particulières*. Toutefois, un *ordre assorti de conditions particulières* n'est pas dispensé de la Règle 8.1 qui porte sur les transactions pour compte propre (lesquelles exigent qu'un « meilleur cours » soit obtenu lorsqu'un participant exécute la transaction pour compte propre contre l'ordre client qui est un *ordre assorti de conditions particulières*) et il n'est dispensé de l'« obligation d'accorder le meilleur cours » en vertu de la Règle 5.2 que si certaines conditions supplémentaires sont respectées. Afin de préciser les exigences qui s'appliquent aux types d'ordres sur de futurs marchés, les modifications changent la définition d'un *ordre assorti de conditions particulières* afin d'exclure expressément les types d'ordres « spéciaux ».

Dans le cadre de la rédaction des RUIIM, il était prévu que les « conditions » qui seraient ajoutées à un *ordre assorti de conditions particulières* seraient celles qui étaient ajoutées par le client ou la personne saisissant l'ordre. Il n'avait pas été anticipé que des « conditions » imposées par un marché à la saisie d'un ordre (par exemple, l'obligation que l'ordre soit d'une taille minimale) rendraient un ordre admissible en vue d'être traité comme *ordre assorti de conditions particulières*. Les modifications précisent que les conditions imposées par le marché à la saisie de l'ordre ou à l'exécution de l'ordre ne font pas de l'ordre un *ordre assorti de conditions particulières* aux fins des RUIIM.

Abus d'un teneur du marché

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

d'équité dans le commerce. L'obligation principale de surveillance en vue de la conformité à cette exigence incombera aux marchés qui prévoient des obligations du teneur de marché. Si un comportement abusif est dépisté par un marché, SRM pourra entreprendre des mesures disciplinaires, conformément aux dispositions des RUIM, à l'endroit d'un participant ou d'une personne ayant droit d'accès qui s'est livrée à de telles activités.

Obligation de meilleure exécution

L'obligation de surveiller des renseignements sur des ordres saisis et des transactions exécutées sur des marchés qui négocient le même titre incombe au participant qui traite l'ordre client. Ni les RUIM ni les règles de négociation des ACVM n'exigent d'un participant nécessairement qu'il conserve un accès à la négociation à chaque marché canadien sur lequel un titre peut se négocier ou qu'il possède des listes de données en temps réel provenant de chaque marché. Toutefois, les modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP ont confirmé l'exigence des ACVM que chaque participant devrait tenir compte des renseignements sur les ordres et les transactions provenant de tous les marchés qui négocient les mêmes titres lorsqu'il s'acquitte des obligations relatives à la meilleure exécution qui lui incombent. Ainsi qu'il est énoncé dans les modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP, les ACVM s'attendent à ce qu'un participant prenne des dispositions avec un autre courtier qui est un participant d'un marché donné ou qu'il achemine un ordre à un marché déterminé, au besoin. De l'avis de SRM, l'on s'attendrait d'un participant qu'il prenne de telles mesures si le marché déterminé a démontré qu'il existe une vraisemblance raisonnable que le marché dispose d'une liquidité à l'égard d'un titre déterminé par rapport à la taille de l'ordre client.

SRM est également d'avis qu'un participant, dans le cadre de l'exécution de l'obligation de meilleure exécution qui lui incombe, devrait tenir compte de la liquidité possible sur les marchés qui ne fournissent pas une transparence des ordres dans un affichage consolidé du marché si les deux conditions suivantes sont réunies :

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

SRM donne cette orientation sur l'interprétation de l'obligation de « meilleure exécution » dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006). Les modifications intègrent cette partie de l'orientation à l'article 2 de la Politique 5.1. De l'avis de SRM, ces exigences constituent le minimum que devrait faire un participant afin d'obtenir la meilleure exécution. Par exemple, si un marché non transparent a été structuré en vue de fournir une amélioration du cours par rapport au meilleur cours vendeur ou au meilleur cours acheteur, il se peut que le participant souhaite envisager des possibilités de négociation sur ce marché si le marché non transparent a fait preuve de l'existence vraisemblable de liquidité à l'égard du titre déterminé.

En outre, les modifications prévoient que SRM tiendrait compte de deux facteurs supplémentaires afin d'établir si un participant a tenté de façon diligente d'obtenir la meilleure exécution d'un ordre client, notamment :

- toutes directives précises du client concernant l'exécution de l'ordre dans les délais prévus;
- le fait que des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada ont été envisagés (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se trouve à l'extérieur du Canada).

Avant les modifications, l'existence de directives précises du client quant à l'exécution dans les délais prévus était énumérée à la Politique 5.2 comme constituant l'un des facteurs dont il fallait tenir compte afin d'établir si un participant s'était acquitté de l'« obligation d'accorder le meilleur cours » qui lui incombe. De l'avis de SRM, ce facteur convient davantage à la meilleure exécution puisqu'un client ne peut consentir à ce que le participant négocie moyennant un cours inférieur sur un autre marché. L'ajout du facteur visant à tenir compte de marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada dans le cadre de la meilleure exécution d'un ordre client calque une disposition visant la meilleure exécution qui figure dans l'Instruction complémentaire aux règles de négociation des ACVM.⁹ (Même si un émetteur étranger est envisagé afin de fournir à un client la « meilleure exécution » conformément à la Règle 5.1, le participant aurait néanmoins une obligation envers les ordres dotés d'un meilleur cours sur les marchés canadiens aux termes de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2.)¹⁰

Obligation d'accorder le meilleur cours

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. Avant les modifications, cette obligation était imposée sous réserve d'un certain nombre de facteurs énoncés à l'article 1 de la Politique 5.2, notamment les suivants :

- les renseignements disponibles au participant et provenant de l'agence de traitement de l'information ou du fournisseur d'information;
- le fait que le participant soit membre, utilisateur ou adhérent du marché avec le meilleur cours;
- toutes les directives précises du client relatives à l'exécution de l'ordre dans les délais prévus;

⁹ Instruction complémentaire 23-101IC, al. 4.1(3). Le libellé de cet alinéa prévoit ce qui suit :

Selon les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, dans le cas de titres intercotés, le courtier doit, dans ses efforts raisonnables, envisager qu'il serait approprié, dans les circonstances particulières, de regarder du côté des marchés situés à l'extérieur du Canada.

¹⁰ Politique 5.2 prise aux termes des RUIIM – Obligation d'accorder le meilleur cours, Article 2 – Interdiction de procéder à des transactions hors cours.

- le fait que des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada aient été considérés ou non (particulièrement si le marché principal du titre est situé à l'extérieur du Canada).

Conformément aux exigences des ACVM telles qu'énoncées dans les modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP qui s'appliqueraient lorsqu'un participant négocie un titre qui n'est pas assujéti aux RUIM, un participant doit tenir compte de renseignements relatifs aux ordres provenant de tous les marchés qui négocient un titre déterminé (et non seulement uniquement les marchés dont le participant est membre, utilisateur ou adhérent). Afin de déployer des « efforts raisonnables » en vue de réaliser une transaction moyennant le meilleur cours, un participant doit prendre des mesures convenables afin d'avoir accès à des ordres sur tout marché. Afin de se conformer aux exigences des ACVM, les modifications retranchent des facteurs à prendre en ligne de compte les renseignements disponibles au participant et le fait que le participant est un membre, utilisateur ou adhérent du marché doté du meilleur cours. En outre, tel qu'il est énoncé ci-dessus à la rubrique intitulée « Obligation de meilleure exécution », les modifications suppriment des facteurs à prendre en ligne de compte en vue d'établir la conformité à l'« obligation d'accorder le meilleur cours » toute directive précise du client concernant l'exécution de l'ordre dans les délais prévus et le fait que les marchés à l'extérieur du Canada ont été pris en ligne de compte et déplacent ces deux facteurs afin d'en tenir compte dans le cadre de l'établissement du respect de l'obligation de « meilleure exécution ».

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 avant les opérations et uniquement à l'égard de la partie de l'ordre qui est « visible » dans l'affichage consolidé du marché. Pour qu'un participant puisse faire preuve du fait qu'il a déployé des « efforts raisonnables » en vue d'exécuter un ordre client moyennant le meilleur cours, SRM s'attend à ce que le participant traite les ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un autre marché si ce marché réunit l'ensemble des conditions suivantes :

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

SRM énonce cette orientation sur l'interprétation de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006). Les modifications intègrent cette orientation à l'article 1 de la Politique 5.2. Des modifications supplémentaires apportées à l'obligation « d'accorder le meilleur cours » en vertu de la Règle 5.2 des RUIM devraient être anticipées si des modifications sont apportées à la Norme sur le fonctionnement du marché ou aux règles de négociation des ACVM concernant l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.¹¹

¹¹ Il y a lieu de se reporter au Document de discussion 23-403 – *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours*, 22 juillet 2005.

Priorité aux clients

Les dispositions des RUIIM régissant la « priorité aux clients » ont fait l'objet d'un certain nombre de modifications et de propositions. Les rubriques qui suivent résument :

- les modifications antérieures apportées à la règle sur la priorité aux clients qui sont entrées en vigueur le 26 mai 2006;
- la dispense supplémentaire de l'application de la règle sur la priorité aux clients, telle que proposée dans la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels, et qui a été élargie de nouveau dans le cadre des modifications;
- la modification de l'obligation « d'accorder le meilleur cours » telle qu'apportée par les modifications.

Modifications antérieures

Avec prise d'effet le 26 mai 2006¹², la Règle 5.3 des RUIIM a été modifiée afin de prévoir qu'un participant doit donner la priorité à un ordre client par rapport à tous les ordres propres et à tous les ordres non-clients saisis sur un marché après la réception de l'ordre client :

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

Les modifications apportées à la Règle 5.3 qui sont entrées en vigueur le 26 mai 2006 ont modifié un certain nombre d'exceptions à l'exigence d'accorder la priorité aux clients, y compris les circonstances selon lesquelles un participant pouvait se fier aux répartitions effectuées par le système de négociation d'un marché dans certains cas. Notamment, ces modifications reconnaissent que, s'il existait plusieurs marchés qui négociaient les mêmes titres et que chaque marché possédait des algorithmes de répartition distincts, les intérêts d'un client pourraient être touchés, intentionnellement ou non, selon le marché sur lequel est saisi soit l'ordre client soit l'ordre propre ou l'ordre non-client. Les modifications apportées à la Règle 5.3 qui sont entrées en vigueur le 26 mai 2006 prévoyaient qu'un participant n'est en mesure de se prévaloir de la dispense relative au système de négociation que si l'une des conditions suivantes est respectée :

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

¹² Il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-012 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant à la priorité aux clients* (26 mai 2006).

- l'ordre client, d'une part et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, a été saisi sur le même marché.

Dans chaque cas, le participant est en mesure de se fier à la répartition du système de négociation uniquement si l'ordre client a été saisi sur un marché dès sa réception et n'a pas été modifié après la saisie sur le marché sauf selon les directives précises du client.

Dispenses et exceptions supplémentaires

Les modifications élargissent davantage les circonstances dans lesquelles le participant peut se fier aux répartitions des systèmes de négociation des marchés, notamment aux fins d'inclure les circonstances suivantes :

- *Acheminement suivant les directives du client* – Le participant ne serait pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client reçu avant la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client saisi sur un marché si le client a donné des directives au participant quant au marché sur lequel doit être saisi l'ordre client. Les clients peuvent fournir des directives précises ou permanentes comme quoi les ordres qui ne sont pas immédiatement négociables doivent être saisis sur un marché déterminé. (Si un ordre client serait immédiatement négociable contre des ordres affichés dans un affichage consolidé du marché, l'obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2 exigerait du participant qu'il transmette des ordres à l'autre marché, en quantité suffisante afin de combler les ordres dotés d'un meilleur cours avant l'exécution de l'ordre client ou en même temps que celle-ci.) Comme le client choisit le marché sur lequel doit être saisi son ordre, le participant n'a pas compromis les intérêts du client en saisissant un ordre propre ou un ordre non-client sur un autre marché. L'obligation d'accorder le « meilleur cours » et l'interdiction de procéder à des transactions hors cours empêcheront que l'ordre propre ou l'ordre non-client se négocie moyennant un « cours inférieur » en devançant l'ordre client même si l'ordre propre ou l'ordre non-client peut être exécuté moyennant le même cours que l'ordre client. Cette dispense avait été proposée dans le cadre de la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels.
- *Ordres clients anonymes* – Le participant ne serait pas tenu de fournir la priorité à un ordre client antérieur si le client a donné des directives au participant comme quoi l'ordre doit être saisi en tant qu'ordre « anonyme » sur un marché de sorte que l'identificateur du participant ne serait pas divulgué dans le cadre des renseignements quant aux ordres diffusés aux fournisseurs d'information. SRM est parvenue à la conclusion qu'une telle dispense était justifiée afin de favoriser les démarches en vue de la conformité entreprises par les participants, notamment en raison du fait que de nombreuses personnes saisissant des ordres propres ou des ordres non-clients ne seraient pas en mesure d'établir que l'ordre sur un marché était, en réalité, l'ordre d'un client du participant.

Les modifications ont élargi encore davantage les circonstances dans lesquelles un ordre propre ou un ordre non-client saisi par un participant ne serait pas tenu de céder la priorité à un ordre client antérieurement saisi sur un marché, ces circonstances incluant les suivantes :

- *Transactions pour compte propre automatisées* – Compte tenu de la croissance considérable de la négociation algorithmique, SRM est parvenue à la conclusion que les ordres propres qui ont été produits automatiquement par un système exploité par le participant ou pour le compte du participant en fonction de paramètres préétablis quant aux ordres et à la négociation, lesquels paramètres ont été établis, programmés et habilités en vue de la négociation avant la réception de l'ordre client devraient être dispensés de l'application de la règle d'accorder la priorité aux clients.
- *Comptes gérés* – SRM est parvenue à la conclusion qu'un participant ne devrait pas être tenu de fournir la priorité à un ordre client si l'ordre propre ou l'ordre non-client visait un compte géré et que l'ordre client est également pour un compte géré sous l'emprise de la même personne et à l'égard duquel compte les exécutions sont réparties entre les divers comptes gérés de façon équitable conformément aux pratiques établies du participant. En partie, les répartitions des exécutions à l'égard des achats par des comptes gérés seront régies par les politiques établies par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières relativement à la manipulation des comptes gérés.

Modification de l'obligation d'accorder la priorité aux clients

Suivant la publication de la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels, les participants ont continué à faire état de difficultés pratiques auxquelles ils feraient face en tentant d'assurer une surveillance en vue de la conformité à la règle sur la priorité aux clients. Les difficultés étaient particulièrement évidentes pour les participants qui disposaient de multiples plates-formes de négociation indépendantes qui empêchaient le partage de renseignements sur les ordres clients au sein de la maison de courtage. Si un participant saisissait un ordre client sur le marché le plus liquide, il pourrait alors saisir un ordre propre sur un deuxième marché qui était traditionnellement doté d'une moins grande liquidité. Si, en raison des aléas de l'activité de négociation, l'ordre propre devançait l'ordre client, le participant serait tenu d'abandonner cette exécution en faveur du client. En réalité, le participant, lorsqu'il agit dans l'intérêt véritable du client en diffusant l'ordre client au marché qui affiche traditionnellement la plus grande liquidité, devient le « garant » de l'exécution de l'ordre client si le participant saisit un ordre sur un autre marché.

L'une des conséquences involontaires possibles des dispositions sur la priorité aux clients telles qu'approuvées le 26 mai 2006, était qu'un participant serait en mesure de se conformer à la règle si tous les ordres qui ne sont pas immédiatement susceptibles de négociation étaient inscrits aux registres d'un seul marché. La conformité aux exigences en matière de priorité aux clients pourrait, par conséquent, être réalisée aux dépens de la « meilleure exécution » et fonder une logique d'évitement des marchés autres que le marché principal. Un tel comportement pourrait se traduire par une règle qui est davantage « anticoncurrentielle » (pour ce qui est de la mise sur pied de marchés concurrentiels multiples) qu'elle n'est conservatoire des intérêts d'un client, particulièrement si les caractéristiques novatrices des autres marchés sont contournées afin de garantir la conformité rigoureuse aux exigences en matière de priorité aux clients.

SRM reconnaît que de nombreux participants disposent de ressources limitées leur permettant d'accueillir le lancement de marchés multiples. SRM préférerait que ces ressources soient consacrées au respect des obligations d'accorder la « meilleure exécution » et le « meilleur cours ». Si ces deux obligations sont respectées, l'incidence de la priorité aux clients devrait être « accessoire ».

En conséquence de ces commentaires et préoccupations, SRM a révisé la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels afin de prévoir un autre critère en matière de priorité aux clients qui empêcherait un participant de « sciemment » procéder à des transactions en avance sur le marché ou simultanées à celles du client. Un participant serait tenu de tenir compte de renseignements qui étaient connus ou « raisonnablement disponibles ». Par exemple, si un négociant pour un participant aurait pu facilement vérifier qu'un ordre déterminé sur un marché était un ordre client du participant, la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client sur un autre marché dont le négociant sait ou s'attend raisonnablement à ce qu'il se négocie avant l'ordre client ferait en sorte que le participant doive accorder l'exécution au client si l'ordre propre ou l'ordre non-client se négocie, en réalité, par priorité à l'ordre client sauf si une dispense précise des exigences en matière de priorité aux clients s'applique par ailleurs.

Même si la règle, telle qu'adoptée le 26 mai 2006, protégeait chaque ordre client, la reformulation de la priorité aux clients énoncée à l'alinéa 5.1(1) des RUIM aux termes des modifications fournirait une protection générale contre les « abus intentionnels » tout en acceptant qu'il existe des instances où un ordre propre ou un ordre non-client subséquent devancera la négociation d'un ordre client comparable saisi antérieurement sur un marché simplement du fait des aléas d'un contexte de marchés multiples, ce que l'on pourrait appeler des violations « par inadvertance » du principe de la priorité aux clients. Puisque le participant ne pouvait avoir connaissance du fait que l'ordre propre ou l'ordre non-client se négocierait ou serait raisonnablement susceptible de se négocier par priorité à l'ordre client antérieur, le participant ne serait pas tenu de réattribuer l'exécution d'un ordre propre ou d'un ordre non-client à l'ordre client existant.

L'article 2 de la Politique 5.3 prévoit qu'un participant ne peut jamais réaliser intentionnellement une transaction en avance sur un ordre client au mieux ou un ordre à cours limité négociable reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client sauf conformément à une dispense des exigences de l'alinéa (1) de la règle 5.3, au nombre desquelles dispenses figure l'obtention du consentement déterminé du client. La liste suivante énumère des exemples non exhaustifs de *transactions intentionnelles* :

- le retrait de la saisie d'un ordre client sur un marché (ou le retrait d'un ordre déjà saisi sur un marché) pour permettre la saisie avant l'ordre client d'un ordre propre ou d'un ordre non-client concurrent;
- la saisie d'un ordre client sur un marché relativement non liquide (sauf suivant les directives du client) et la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client sur un marché plus liquide où l'ordre propre ou l'ordre non-client risque d'être exécuté plus rapidement;
- l'ajout de modalités ou conditions à un ordre client (sauf suivant les directives du client) de façon à ce que l'ordre client se classe derrière des ordres propres ou des ordres non-clients moyennant ce cours;

- le fait d'assortir un ordre propre ou d'un ordre non-client de modalités ou conditions dans le but de le différencier d'un ordre client qui aurait par ailleurs priorité moyennant ce cours;
- le fait de saisir un ordre propre ou un ordre non-client comme « ordre anonyme » (sans l'identificateur du participant), ce qui donne lieu à une exécution par priorité à un ordre client antérieurement saisi dans le cadre duquel l'identificateur du participant a été divulgué.

La Règle 5.3, tel qu'adoptée le 26 mai 2006, contient quatre exceptions à la priorité aux clients qui exigeaient que l'administrateur, le dirigeant, l'associé, l'employé ou le mandataire du participant qui avait saisi l'ordre propre ou l'ordre non-client ne sache pas que l'ordre client n'avait pas été saisi ou qu'un ordre saisi constituait un ordre client. Les exceptions étaient les suivantes :

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

En reformulant la disposition de base imposant une responsabilité qu'est l'alinéa 5.3(1) en vue d'y inclure la « connaissance » en tant que composante, il n'y avait plus besoin de conserver ces quatre dispenses dans leur formulation actuelle (et les trois premières ont été abrogées carrément). Toutefois, en vertu des modifications, un participant serait en mesure de saisir un ordre propre ou un ordre non-client qu'il savait ou aurait dû savoir qu'il ferait l'objet d'une transaction en avance sur un ordre client si l'ordre client a été saisi directement par le client sur un marché. En prenant en charge la responsabilité de la saisie de l'ordre, le client prend en charge également certains des risques concernant l'exécution en temps opportun de l'ordre.

Le reformulation de la priorité aux clients énoncée à l'alinéa 5.3(1) des RUIIM en vertu des modifications sera mise en œuvre provisoirement pendant au moins un an suivant la date du présent Avis relatif à l'intégrité du marché. Au cours de la période, SRM surveillera les incidences de violation « par inadvertance » de la priorité aux clients et les conclusions seront signalées au Conseil et, au besoin, aux commissions en valeurs mobilières compétentes. En fonction des résultats de cet essai, le Conseil, à la fin de la période d'essai, sera invité à confirmer les modifications à la Règle 5.3 ou à adopter des exigences supplémentaires afin de réduire les incidences des violations par inadvertance. Lorsque le Conseil examinera les résultats de l'essai, les participants auront disposé d'au moins douze mois afin de s'adapter aux exigences d'un contexte de marchés multiples et de se familiariser avec les profils de négociation de titres déterminés entre les marchés visibles qui se livrent concurrence.

Échelons de cotation

Aux termes des modifications, la Règle 6.1 prévoit que l'échelon de cotation minimal est d'un cent à l'égard des ordres dotés d'un cours d'au moins 0,50 \$ et d'un demi cent à l'égard d'ordres inférieurs à 0,50 \$. La normalisation des échelons de cotation minimaux permettra une comparaison directe à savoir si un ordre sur un marché déterminé constitue un ordre « doté d'un meilleur cours » et permettra à un participant d'établir si un délai est nécessaire afin de déplacer le marché en vue d'exécuter une application intentionnelle ou une transaction organisée au préalable. Les modifications prévoient que les transactions découlant d'un *ordre de base*, d'un *ordre au cours du marché* ou d'*ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume* doivent être déclarées à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le contraire. Nonobstant le cours déclaré à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information, la transaction peut être confirmée aux parties à la transaction selon la fraction de l'échelon de cotation qui est autorisée par le marché sur lequel est exécutée la transaction.

Désignation et identificateurs

Les modifications ont mises en œuvre la notion d'un *ordre au cours de clôture*. Afin de permettre la mise en œuvre de ce type d'ordre, les modifications ont également élargi la Règle 6.2 afin de prévoir qu'un *ordre au cours de clôture* doit renfermer une désignation que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable. Un *ordre au cours du marché* qui est désigné en bonne et due forme est dispensé de l'application de certaines dispositions des RUIIM. (Se reporter à la rubrique « Définition d'un ordre au cours de clôture » ci-dessus).

Obligation de diffuser des ordres clients sur un marché transparent

La Règle 6.3 exige, sous réserve de certaines exceptions énumérées, que les ordres clients visant l'achat ou la vente de 50 unités de négociation standard ou moins d'un titre soient immédiatement saisis sur un marché. La règle avait pour objectif d'assurer que les ordres clients étaient diffusés au marché. La diffusion de l'ordre contribue au fonctionnement du mécanisme d'établissement des cours qui aide à fixer le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* utilisé dans diverses dispositions des RUIIM, y compris celles établissant l'obligation d'accorder le meilleur cours.

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

De l'avis de SRM, les ordres clients qui sont acheminés à un marché non transparent en vue d'établir si une liquidité est disponible sur ce marché moyennant des cours qui sont les mêmes que ceux qui sont affichés dans un affichage consolidé du marché, ou meilleurs que ceux-ci, seraient conformes à la règle si toute partie inexécutée de l'ordre client était alors saisie immédiatement sur un marché qui fournissait une transparence quant aux ordres. Tel qu'il est exposé dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de tires sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006), un participant peut être assujéti à une obligation d'« exécution au meilleur cours » aux termes de la Règle 5.1 qui le force à tenir compte de marchés non transparents dans certains cas lorsqu'il traite un ordre client.

Pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché

En conséquence des révisions apportées aux exigences quant à la priorité aux clients par les modifications, les modifications ont également élargi le pouvoir des responsables de l'intégrité du marché d'ordonner l'exécution d'un ordre client moyennant un cours et à hauteur du volume d'une transaction d'un ordre propre ou d'un ordre non-client qui a été exécuté sans respecter les exigences de la Règle 5.3 à l'égard de la fourniture de la priorité aux clients. Avant les modifications, la Règle 5.3 exigeait que la priorité soit accordée aux ordres clients dans certains cas et l'on s'attendait d'un participant qu'il réattribue les exécutions afin de se conformer à ces exigences. Aux termes des dispositions mises en œuvre par les modifications, il n'existerait pas une mesure de réparation qui serait accessible afin de rectifier une violation des exigences en matière de priorité aux clients s'il n'y avait pas de modification consécutive d'apportée à la Règle 10.9 afin de prévoir expressément qu'un responsable de l'intégrité du marché est doté du pouvoir d'ordonner l'exécution d'un ordre client lorsqu'il y a eu manque de respect à la Règle 5.3.

Les modifications ont également apporté quelques changements administratifs mineurs à une autre disposition de la Règle 10.9, et ce, en vue de remplacer le mot « annuler » par le mot « modifier » au sous-alinéa d) de sorte qu'un responsable de l'intégrité du marché peut modifier ou annuler toute transaction qui, de son avis, est déraisonnable ou ne se conforme pas aux Règles ou à une Politique. Grâce à cette modification, le sous-alinéa d) calque le libellé du sous-alinéa e) qui autorise un responsable de l'intégrité du marché à modifier ou à annuler une transaction, dans certains cas, à la demande de l'acheteur et du vendeur.

Résumé des révisions par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels

En fonction des commentaires reçus en réponse à l'Avis de consultation visant la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels, cette dernière a été révisée avant l'approbation des modifications. Les modifications apportées à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels sont indiquées à l'Annexe « B » et se classent soit comme « Révisions à la priorité aux clients » soit comme « Précisions générales », ainsi qu'il est précisé ci-dessous :

Révisions à la priorité aux clients

Les modifications ont modifié l'application de la règle sur la priorité aux clients de sorte qu'une obligation est imposée si, en fonction de renseignements connus ou raisonnablement accessibles au participant, le participant saisit un ordre propre ou un ordre non-client dont il sait ou aurait dû savoir qu'il obtiendra, ou est raisonnablement susceptible d'obtenir, une exécution par priorité à un ordre client antérieur qui est doté du même ou d'un meilleur cours que l'ordre propre ou l'ordre non-client. Comme la « connaissance » devient une composante de la disposition de base imposant une responsabilité à l'égard de la priorité aux clients, certaines des dispenses antérieures à la règle sur la priorité aux clients qui étaient fondées sur la connaissance ont soit été supprimées soit été modifiées. En apportant la modification aux exigences quant à la règle sur la priorité aux clients, les modifications ont également apporté un changement aux dispositions des RUIIM régissant le pouvoir des responsables de l'intégrité du marché d'autoriser expressément un responsable de l'intégrité du marché d'ordonner qu'un ordre client inexécuté soit exécuté s'il n'y a pas eu respect de la part du participant des exigences relatives à la règle sur la priorité aux clients.

Les modifications ont également élargi les dispenses de l'application de la priorité aux clients par rapport à ce qui était proposé dans la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels. Les dispenses supplémentaires permettraient à un participant de faire ce qui suit :

- *ordres clients anonymes et acheminement selon les directives du client* – se fier à la répartition faite par le système de négociation d'un marché lorsque le client a donné des directives précises comme quoi l'ordre client doit être saisi sur un marché déterminé ou saisi comme ordre anonyme;
- *transactions pour compte propre automatisées* – exploiter des systèmes de négociation algorithmiques ou automatisés qui ont été programmés et habilités avant la réception de l'ordre client;
- *comptes gérés* – saisir des ordres pour le compte de comptes gérés si l'ordre client est également pour le compte d'un compte géré, à la condition que les répartitions entre les comptes gérés soient faites de façon équitable conformément aux pratiques établies du participant.

Précisions générales

Les modifications ont également apporté un certain nombre de précisions mineures à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels, notamment les suivantes :

- *Définition d'affichage consolidé du marché* – Une révision d'ordre éditorial a été apportée afin de supprimer le membre de phrase « qui respecte les normes établies ». La partie 7 de la Norme sur le fonctionnement du marché peut établir diverses obligations sans qu'il y ait nécessairement une disposition prévoyant qu'un fournisseur d'information doit respecter des normes établies.

- *Définition d'ordre au cours de clôture* – La définition a été révisée afin de préciser que le cours de clôture dont il est question est le « cours vendeur de clôture ».
- *Définition de dernier cours vendeur* – La définition a été révisée afin d'empêcher expressément qu'un ordre assorti de conditions particulières puisse fixer le dernier cours vendeur sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres qui n'étaient pas des ordres assortis de conditions particulières. Si un ordre assorti de conditions particulières se négocie à l'extérieur du marché existant, il ne devrait pas fixer le dernier cours vendeur.
- *Définition d'un ordre au premier cours* – La définition a été révisée afin de préciser que, pour être admissible à titre d'*ordre au premier cours*, un ordre doit être saisi avant l'ouverture générale des négociations sur le marché déterminé.
- *Pouvoirs d'un responsable de l'intégrité du marché* – Une révision d'ordre administratif a été proposée au sous-alinéa 10.9(1)d) afin de remplacer le mot « annuler » par le mot « modifier », et ce, afin de faire correspondre la structure de la disposition au libellé utilisé au sous-alinéa 10.9(1)e).
- *Saisie d'ordres sur un marché* – La politique régissant la déclaration des cours de négociation à l'égard d'un *ordre de base*, d'un *ordre au cours du marché* ou d'un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume* serait révisée afin de permettre que le cours de négociation soit différent d'un échelon de cotation normalisé si le marché est en mesure de déclarer un tel cours à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information.

Résumé de l'incidence des modifications

Les incidences principales découlant des modifications sont les suivantes :

- modifier l'application de la règle sur la priorité aux clients de sorte qu'une obligation soit imposée si, en fonction de renseignements connus ou raisonnablement accessibles au participant, le participant saisit un ordre propre ou un ordre non-client dont il sait ou aurait dû raisonnablement savoir qu'il obtiendra, ou est raisonnablement susceptible d'obtenir, une exécution par priorité à un ordre client antérieur qui est doté du même ou d'un meilleur cours que l'ordre propre ou l'ordre non-client;
- élargir les exceptions à la règle sur la priorité aux clients afin de permettre à un participant de faire ce qui suit :
 - se fier à la répartition effectuée par le système de négociation d'un marché lorsque le client a donné des directives précises comme quoi l'ordre client doit être saisi sur un marché déterminé ou être saisi comme ordre anonyme,
 - exploiter des systèmes de négociation algorithmiques ou automatisés qui ont été programmés ou habilités avant la réception de l'ordre client,
 - saisir des ordres pour le compte de comptes gérés si l'ordre client est également pour le compte d'un compte géré, à la condition que la répartition entre les

comptes gérés soit effectuée de façon équitable conformément aux pratiques établies du participant;

- préciser l'application de diverses notions dans les RUIM à des fonctions ou installations qui pourraient être offertes par les SNP et d'autres marchés;
- exiger un échelon de cotation minimal d'un cent à l'égard d'ordres saisis moyennant moins de 0,50 \$ (tout en permettant à un *ordre de base*, un *ordre au cours du marché* ou un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume* d'être exécuté moyennant l'échelon de cotation du cours autorisé par le marché et sur lequel est exécutée la transaction);
- permettre que certaines « transactions spéciales » (par exemple les transactions découlant d'un *ordre au cours du marché* ou d'un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume*) d'être exécutées moyennant des échelons de cotation non normalisés, à la condition que le cours de négociation déclaré à un fournisseur d'information soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche sauf si le fournisseur d'information autorise la transaction à être déclarée moyennant un cours qui constitue un échelon de cotation non normalisé;
- restreindre les marchés sur lesquels peuvent être diffusés un ordre client visant 50 unités de négociation standard ou moins à un marché qui affiche les ordres conformément à la Partie 7 de la Norme sur le fonctionnement du marché;
- retirer l'accès à un marché et la disponibilité de renseignements comme facteurs à prendre en ligne de compte afin d'établir si un participant a respecté l'obligation d'accorder le « meilleur cours » qui lui incombe;
- préciser les facteurs qui doivent être pris en ligne de compte afin d'établir si un participant s'est acquitté de l'obligation de « meilleure exécution » qui lui incombe.

Annexes

- L'Annexe « A » énonce le libellé des modifications apportées aux Règles et aux Politiques relativement aux marchés concurrentiels;
- L'Annexe « B » donne un récapitulatif des lettres de commentaires reçues en réponse à l'Avis de consultation sur la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels telle qu'exposée dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-019 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (6 octobre 2006). L'Annexe « B » fait également état de la réponse de SRM aux commentaires reçus et formule des commentaires supplémentaires sur les révisions aux modifications apportées à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels. L'Annexe « B » renferme également le libellé des dispositions pertinentes des Règles et des Politiques telles qu'elles se lisent à l'adoption des modifications. Le libellé a été souligné afin d'indiquer les modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels.

Questions / Renseignements supplémentaires

Pour obtenir un complément d'information ou pour formuler des questions concernant le présent Avis, veuillez communiquer avec la personne suivante :

M^e James E. Twiss,
Avocat principal en matière de politique,
Bureau de la politique relative au marché et du Contentieux,
Services de réglementation du marché inc.,
Bureau 900,
145, rue King Ouest,
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Téléphone : (416) 646-7277
Télécopieur : (416) 646-7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

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

Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels

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

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

ordre au cours de clôture Ordre d'achat ou de vente d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit saisi sur un marché et assujéti à la condition que l'ordre se négocie au cours vendeur de clôture de ce titre sur ce marché à l'égard de ce jour de bourse et que la transaction soit exécutée après la fixation du cours de clôture.
 - d) le remplacement de la définition d'*affichage consolidé du marché* par la suivante :

affichage consolidé du marché S'entend, à l'égard d'un titre donné, des informations relatives aux ordres ou aux transactions provenant de chaque marché sur lequel se négocie ce titre donné et qui ont été :

 - a) préparées par une agence de traitement de l'information en temps opportun conformément à la partie 14 de la norme sur le fonctionnement du marché;
 - b) en l'absence d'une agence de traitement de l'information, préparées par un fournisseur d'information conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché.

e) l'insertion, dans la définition d'*application intentionnelle*, de la phrase « ou une personne ayant droit d'accès » après la première mention du mot « participant ».

f) le remplacement de la définition d'*application interne* par la suivante :

application interne Application intentionnelle entre deux comptes qui sont gérés par une seule maison de courtage faisant fonction de gestionnaire de portefeuille et ayant obtenu de chacun des titulaires de compte l'autorité discrétionnaire de gérer le portefeuille de placement; comprend une transaction dans le cadre de laquelle le participant ou la personne ayant droit d'accès fait fonction de gestionnaire de portefeuille lorsqu'il autorise la transaction entre les deux comptes.

g) la suppression de la définition de *dernier cours vendeur* et son remplacement par la définition suivante :

dernier cours vendeur Le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :

a) un ordre de base,

b) un ordre au cours du marché,

c) un ordre au dernier cours,

d) un ordre assorti de conditions particulières sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un ordre assorti de conditions particulières,

e) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

h) l'insertion, dans la définition d'*ordre au dernier cours*, de la phrase « calculé et » avant « exécuté ».

i) la suppression de la définition d'*ordre au premier cours* et son remplacement par la définition suivante :

ordre au premier cours Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse avant l'ouverture des négociations sur ce marché un jour de bourse donné afin de calculer le cours d'ouverture du titre sur ce marché ce jour-là et d'exécuter l'ordre à ce cours; toutefois, un ordre cesse d'être un ordre au premier cours s'il ne se négocie pas à

l'ouverture des négociations visant ce titre sur ce marché ce jour de bourse-là.

- j) le remplacement de la définition d'*ordre assorti de conditions particulières* par la suivante :

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

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

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

2. Le sous-alinéa f) de l'alinéa (2) de la règle 3.1 est modifié par

- a) la suppression du point-virgule à la fin de la division (iv) et son remplacement par une virgule;
- b) l'ajout de la division (v) suivante :
 - (v) d'un ordre au cours de clôture.

3. Le sous-alinéa c) de l'alinéa (2) de la règle 5.2 est modifié par
- a) la suppression du point-virgule à la fin de la division (v) et son remplacement par une virgule;
 - b) l'ajout de la division (vi) suivante :
 - (vi) d'un ordre au cours de clôture.

4. La règle 5.3 est supprimée et le libellé suivant lui est substitué :

5.3 Priorité aux clients

- (1) Un participant ne doit pas sur un marché ou sur un marché organisé réglementé saisir un ordre propre ou un ordre non-client du participant dont, compte tenu des renseignements connus de la ou les personnes plaçant l'ordre propre ou l'ordre non-client ou qui leur sont raisonnablement accessibles, le participant sait ou aurait dû savoir qu'il fera, ou qu'il est raisonnablement vraisemblable qu'il fasse, l'objet d'une exécution par priorité à un ordre client reçu par le participant avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client visant le même titre et qui réunit les conditions suivantes :
- (a) il est doté du même cours que l'ordre client ou d'un cours inférieur, s'il s'agit d'un ordre d'achat, ou du même cours que l'ordre client ou d'un cours supérieur, s'il s'agit d'un ordre de vente;
 - (b) il est dans le même sens du marché.
- (2) Malgré l'alinéa (1) mais sous réserve de la règle 4.1, un participant n'est pas tenu de privilégier un ordre client si l'une des conditions suivantes est respectée :
- a) le client a consenti spécifiquement à ce que le participant saisisse des ordres propres et des ordres non-clients visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes modalités de règlement;
 - b) l'ordre propre ou l'ordre non-client est doté de l'une des caractéristiques suivantes :
 - (i) il est automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux règles du marché dans le cadre des obligations du teneur du marché qui s'appliquent,
 - (ii) il est automatiquement produit par un système exploité par le participant ou pour son compte en fonction de paramètres préétablis quant aux ordres et aux transactions établis,

programmés ou mis en service en vue de la négociation avant la réception de l'ordre client,

- (iii) il vise un compte géré et l'ordre client vise un compte géré sous l'emprise de la même personne et à l'égard duquel les exécutions sont réparties entre les divers comptes gérés de manière équitable conformément à la pratique établie du participant,
 - (iv) il est un ordre de base;
- c) l'ordre client a été saisi directement par le client du participant sur un marché;
- d) l'ordre propre ou l'ordre non-client est exécuté en vertu d'une répartition effectuée par le système de négociation d'un marché et les conditions suivantes sont respectées :
- (i) soit :
 - A) le titre qui fait l'objet de l'ordre ne se négocie sur aucun marché autre que le marché en cause, soit
 - B) l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, ou encore
 - C) l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, ont chacun été saisis sur le même marché;
 - D) le client a donné des directives au participant de saisir l'ordre client sur un marché déterminé,
 - E) le client a donné des directives au participant de saisir l'ordre client d'une manière qui ne divulgue pas l'identificateur du participant sur un affichage consolidé du marché,
 - (ii) l'ordre client a été saisi par le participant sur ce marché immédiatement dès sa réception par le participant,
 - (iii) si l'ordre client a été modifié par le participant à tout moment après la saisie, la modification a eu lieu suivant les directives précises du client;
- e) soit l'ordre client, d'une part, soit l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, constitue un ordre assorti de conditions particulières et l'ordre client n'aurait pas été exécuté dans le cadre de l'opération ou

des opérations faisant intervenir l'ordre propre ou l'ordre non-client en raison des modalités et conditions d'au moins un ordre assorti de conditions particulières;

- f) un responsable de l'intégrité du marché exige que l'ordre propre ou l'ordre non-client soit exécuté par priorité à un ordre client, ou autorise l'ordre propre ou l'ordre non-client à être ainsi exécuté.
- (3) Aux fins du sous-alinéa (2)a), un client est réputé avoir consenti à ce que le participant saisisse des ordres propres et des ordres non-clients visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement si l'ordre client, conformément aux directives précises du client, doit être exécuté en partie à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours variés pendant le jour de bourse.
5. L'alinéa (1) de la règle 6.1 est modifié par l'ajout à la fin de celui-ci de la phrase « relativement à un ordre doté d'un cours inférieur à cinquante cents ».
6. Le sous-alinéa b) de l'alinéa (1) de la règle 6.2 est modifié par l'ajout de la division (v.2) suivante :
- (v.2) est un ordre au cours de clôture,
7. L'alinéa (1) de la règle 6.1 est modifié par l'insertion de la phrase « qui affiche les ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché » après la première mention du mot « marché ».
8. Le sous-alinéa h) de l'alinéa (1) de la règle 6.3 est modifié par
- a) la suppression du point à la fin de la division (vi) et son remplacement par une virgule;
 - b) l'ajout de la division (vii) suivante :
- (vii) un ordre au cours de clôture.

9. L'alinéa (2) de la règle 8.1 est modifié par
 - a) la suppression du point à la fin du sous-alinéa e) et son remplacement par un point-virgule;
 - b) l'ajout du sous-alinéa f) suivant :
 - f) un ordre au cours de clôture.
10. L'alinéa (1) de la règle 10.9 est modifié par
 - a) la suppression du mot « interdire » au sous-alinéa d) et son remplacement par le mot « modifier »;
 - b) l'ajout du sous-alinéa g.1) suivant :
 - g.1) à l'égard d'une transaction visant un ordre propre ou un ordre non-client qui ne respectait pas les exigences de la règle 5.3, exiger que le participant exécute l'ordre client à un cours et à hauteur du volume de la transaction qui auraient respecté les exigences.

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

1. Le sous-alinéa d) à la fin de l'article 1 de la Politique 2.1 est supprimé et le suivant lui est substitué :
 - d) lorsqu'il négocie un titre sur un marché qui est assujéti aux obligations du teneur de marché, la saisie intentionnelle, sur ce marché, lors d'un jour de bourse déterminé, d'au moins deux ordres, ce qui imposerait au teneur de marché l'obligation :
 - (i) d'exécution relativement à un ou plusieurs des ordres,
 - (ii) d'achat à un cours plus élevé ou de vente à un cours inférieur relativement à un ou plusieurs des ordresconformément aux obligations du teneur de marché et qui ne serait pas imposée aux teneurs de marché si les ordres avaient été saisis sur le marché comme un ordre unique ou saisis en même temps.

2. La Politique 5.1 est modifiée par l'ajout de l'article 2 suivant :

Article 2 – Facteurs à examiner

Afin d'établir si un participant s'est acquitté avec diligence de l'obligation d'assurer la meilleure exécution d'un ordre client, l'autorité de contrôle du marché examine un certain nombre de facteurs, notamment les suivants :

- toutes directives précises du client concernant l'exécution de l'ordre dans les délais prévus;
- le fait que des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada ont été envisagés (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se situe à l'extérieur du Canada);
- le fait que le participant a tenu compte d'ordres sur un marché qui a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client;
- le fait que le participant a tenu compte de la liquidité possible sur des marchés qui n'assurent pas la transparence d'ordres dans un affichage consolidé du marché si les conditions suivantes sont réunies :
 - le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant afin d'assurer l'exécution intégrale de l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client,
 - le marché non transparent a indiqué qu'il existe une vraisemblance raisonnable qu'il disposera d'une liquidité à l'égard du titre donné.

3. L'article 1 de la Politique 5.2 est modifié par

1. le remplacement du membre de phrase « prendra en considération » précédant le deux-points dans la partie introductive de cet article et son remplacement par l'expression « prend en considération les facteurs suivants »
2. la suppression des première, troisième, quatrième et cinquième puces;
3. l'ajout de la puce suivante :
 - 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 automatisées.

4. L'article 2 de la Politique 5.3 est supprimé et le libellé suivant lui est substitué :

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

Un participant ne peut jamais réaliser intentionnellement une transaction en avance sur un ordre client au mieux ou un ordre à cours limité négociable reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client sauf conformément à une dispense des exigences de l'alinéa (1) de la règle 5.3, au nombre desquelles dispenses figure l'obtention du consentement déterminé du client. La liste suivante énumère des exemples non exhaustifs de *transactions intentionnelles* :

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

lieu à une exécution par priorité à un ordre client antérieurement saisi dans le cadre duquel l'identificateur du participant a été divulgué.

5. L'article 3 de la Politique 5.3 est supprimé et le libellé suivant lui est substitué :

Article 3 – Aucune connaissance de l'ordre client

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

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

6. La Politique 6.1 est modifiée par l'ajout de l'article 1 suivant :

Article 1 – Exceptions visant certains types d'ordres

En dépit du fait que tous les ordres visant un titre moyennant un cours d'au moins cinquante cents doivent être saisis sur un marché à un cours qui ne comprend pas une fraction ou une partie d'un cent, un ordre qui est saisi sur un marché à titre d'ordre de base, d'ordre au cours du marché ou d'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume peut être exécuté moyennant cet échelon de prix selon ce qui est établi par le marché en vue de l'exécution de tels ordres, à la condition que, et sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le contraire, le marché déclare le prix selon lequel la transaction a été exécutée à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche et, dans l'éventualité où le prix donne lieu à la moitié d'un échelon de cotation, il est arrondi à l'échelon de cotation le plus proche.

Annexe « B »

**Commentaires reçus en conséquence de
l’Avis relatif à l’intégrité du marché 2006-019 – Avis de consultation -
Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels**

Le 6 octobre 2006, SRM a publié l’Avis relatif à l’intégrité du marché 2006-019 sollicitant des commentaires sur des modifications proposées aux RUIIM concernant les marchés concurrentiels (la « proposition initiale relative aux marchés concurrentiels »). En conséquence de cet Avis relatif à l’intégrité du marché, SRM a reçu des commentaires de la part des personnes suivantes :

BMO Nesbitt Burns Inc. (« BMO »)
Le Corporation Canaccord Capital (« Canaccord »)
Canadian Security Traders Association, Inc. (« CSTA »)
Canadian Trading and Quotation System Inc. (« CNQ »)
Marchés mondiaux CIBC inc. (« CIBC »)
Global Financial Group (« egX »)
GMP Securities L.P. (« GMP »)
Investment Industry Association of Canada (« IIAC »)
ITG Canada Corp. (« ITG »)
Financière Banque Nationale Inc. (« FBN »)
Paradigm Capital Inc. (« PCI »)
Perimeter Financial Corp. (« Perimeter »)
Raymond James Ltd. (« RJ »)
RBC Dominion Valeurs Mobilières Inc. (« RBC »)
Scotia Capitaux Inc. (« Scotia »)
Shorcan ATS Limited (« Shorcan »)
TD Newcrest (« TD »)
Torys LLP pour le compte de plusieurs courtiers (« Torys »)
TriAct Canada Marketplace LP (« TriAct »)
Marchés TSX (« TSX »)

Le tableau qui suit donne un récapitulatif des commentaires reçus ainsi que des réponses de SRM à ces commentaires. La colonne 1 du tableau fait état des révisions à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels apportées par SRM en conséquence de ces commentaires et des commentaires des autorités de reconnaissance. En raison des révisions importantes apportées aux dispositions antérieures liées à la « priorité aux client », le libellé intégral de la Règle 5.3 et de la Politique 5.3 a été inclus.

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours vendeur Le cours le moins élevé d'un ordre sur un marché, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant la vente d'un titre donné, exclusion faite du cours ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au cours de clôture, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>		
<p>meilleur cours acheteur Le cours le plus élevé d'un ordre sur un marché, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant l'achat d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au cours de clôture, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>		
<p>ordre au cours de clôture Ordre d'achat ou de vente d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit saisi sur un marché et assujetti à la condition que l'ordre se négocie au cours vendeur de clôture de ce titre sur ce marché à l'égard de ce jour de bourse et que la transaction soit exécutée après la fixation du cours de clôture.</p>	<p>FBN – La définition d'un <i>ordre au cours de clôture</i> devrait préciser si elle est arrimée au <i>dernier cours vendeur</i>, au <i>meilleur cours acheteur</i> ou au <i>meilleur cours vendeur</i>.</p>	<p>Même si la notion d'un « cours de clôture » est généralement comprise comme étant arrimée aux ventes, SRM se proposerait néanmoins de préciser la définition en y ajoutant le mot « vendeur ».</p>
<p>affichage consolidé du marché S'entend, à l'égard d'un titre donné, des informations relatives aux ordres ou aux transactions provenant de chaque marché sur lequel se négocie ce titre donné et qui ont été :</p> <p>a) préparées par une agence de traitement de l'information en temps opportun conformément à la partie 14 de la norme sur le fonctionnement du marché;</p> <p>b) en l'absence d'une agence de traitement de l'information, préparées par un fournisseur d'information qui respecte les normes établies conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché.</p>		<p>Une révision d'ordre éditorial a été apportée afin de supprimer le membre de phrase « qui respecte les normes établies ». La partie 7 de la Norme sur le fonctionnement du marché peut établir diverses obligations sans qu'il y ait nécessairement une disposition prévoyant qu'un fournisseur d'information doit respecter des normes établies.</p>
<p>application intentionnelle Transaction découlant de la saisie, par un participant ou une personne ayant droit d'accès, d'un ordre d'achat et d'un ordre de vente d'un titre, exclusion faite d'une transaction dans le cadre de laquelle le participant a saisi l'un des ordres à titre d'ordre de jiten.</p>	<p>FBN – Davantage de détails sont nécessaires à l'égard de la différence entre une application intentionnelle et une application interne.</p>	<p>Une <i>application interne</i> est une <i>application intentionnelle</i> qui respecte les critères supplémentaires. La définition qui se chevauche est intentionnelle. La modification suggérée à la définition d'<i>application intentionnelle</i> et d'<i>application interne</i> est censée reconnaître qu'un adhérent à un SNP est en mesure de saisir une <i>application intentionnelle</i> et qu'un adhérent à un SNP qui est un gestionnaire de portefeuille est en mesure de saisir une <i>application interne</i>.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>application interne Application intentionnelle entre deux comptes qui sont gérés par une seule maison de courtage faisant fonction de gestionnaire de portefeuille et ayant obtenu de chacun des titulaires de compte l'autorité discrétionnaire de gérer le portefeuille de placement; comprend une transaction dans le cadre de laquelle le participant ou la personne ayant droit d'accès fait fonction de gestionnaire de portefeuille lorsqu'il autorise la transaction entre les deux comptes.</p>		
<p>dernier cours vendeur Le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> a) un ordre de base, b) un ordre au cours du marché, c) un ordre au dernier cours, d) un ordre assorti de conditions particulières sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un ordre assorti de conditions particulières. e) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume. 	<p>GMP – Recherche une clarification de sa compréhension comme quoi les transactions exécutées sur TriAct ne fixent pas le dernier cours vendeur mais les transactions sur ATX, dans la mesure où il ne s'agit pas de transactions « fictives », sont admissibles aux fins de fixer le <i>denier cours vendeur</i>. Elle estime également que les comptes de trésorerie invisibles ne devraient pas avoir la faculté de fixer le <i>denier cours vendeur</i> sur un marché principal. Seuls les marchés dotés de cotations visibles devraient être en mesure de fixer le <i>denier cours vendeur</i>.</p> <p>TSX – Un <i>ordre assorti de conditions particulières</i> ne devrait être utilisé qu'afin d'établir le <i>denier cours vendeur</i> si cet ordre a été exécuté dans le registre central des ordres d'un marché.</p>	<p>ATX constituera une fonction « d'appariement » de la TSX et n'est pas exploité en tant que marché aux fins soit des RUIM soit de la Norme sur le fonctionnement du marché (puisque ATX « n'exécute pas » des transactions). Des « manifestations d'intérêt » qui sont « appariées » sur ATX sont transmises au registre central des ordres à cours limité de la TSX en vue d'une exécution. En tant que tel, ATX ne fixera pas le <i>denier cours vendeur</i>.</p> <p>La Norme sur le fonctionnement du marché exige que chaque marché fournisse des renseignements précis et en temps opportun à l'égard de chaque transaction exécutée sur son marché à l'agence de traitement de l'information ou un fournisseur d'information. Puisque tous les marchés sont tenus d'afficher les renseignements quant aux transactions, il s'ensuit que tous les marchés devraient avoir le même droit de fixer le <i>denier cours vendeur</i> à l'égard d'un titre déterminé. Tel qu'il a été précisé dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 - <i>Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés</i> (1^{er} septembre 2006), SRM est d'avis que, dans la mesure où les renseignements quant aux transactions diffusés par certains marchés ne sont pas facilement intégrés dans les listes de données fournies par les fournisseurs d'information, un participant ou une personne ayant droit d'accès, lorsqu'il établit le <i>denier cours vendeur</i>, peut se fier aux renseignements quant aux transactions provenant du « marché principal » à l'égard de la négociation de ce titre.</p> <p>SRM estime qu'elle se doit d'exclure un <i>ordre assorti de conditions particulières</i> de la fixation du <i>denier cours vendeur</i> sauf dans les cas où l'<i>ordre assorti de conditions particulières</i> a été exécuté au moyen d'ordres « réguliers ». Les modifications ont, par conséquent, révisé la définition proposée d'un <i>denier cours vendeur</i>.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
		Les ACVM ont indiqué que des modifications supplémentaires aux règles sur les SNP pourraient être proposées après le parachèvement de l'étude suivant le Document de discussion 23-403 – <i>Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours</i> , publié par les ACVM le 22 janvier 2005. Le traitement des <i>ordres assortis de conditions particulières</i> aux termes des RUIM (y compris l'« obligation d'accorder le meilleur cours » aux termes de la Règle 5.3) feront l'objet d'un examen dans le cadre de toute exigence régissant l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.
ordre au dernier cours Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin qu'il soit calculé et exécuté au cours de clôture du titre sur ce marché ce jour-là.		
ordre au premier cours Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse avant l'ouverture des négociations sur ce marché un jour de bourse donné afin de calculer le cours d'ouverture du titre sur ce marché ce jour-là et d'exécuter l'ordre à ce cours; toutefois, un ordre cesse d'être un ordre au premier cours s'il ne se négocie pas à l'ouverture des négociations visant ce titre sur ce marché ce jour de bourse-là.		Les modifications ont apporté une révision supplémentaire à la définition afin de préciser qu'un <i>ordre au premier cours</i> doit être saisi sur un marché avant l'ouverture des négociations sur ce marché ce jour de bourse-là.
Ordre assorti de conditions particulières Ordre d'achat ou de vente d'un titre, selon le cas : <ul style="list-style-type: none"> a) visant moins qu'une unité de négociation standard; b) dont l'exécution est assujettie à une condition autre que : <ul style="list-style-type: none"> (i) quant au prix, (ii) quant à la date de règlement, (iii) celle imposée par le marché sur lequel est saisi l'ordre comme condition de la saisie ou de l'exécution de l'ordre; c) qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre : <ul style="list-style-type: none"> (i) que le troisième jour ouvrable suivant la date de la transaction, (ii) qu'une date de règlement prévue dans une règle ou une directive particulière dont il est question à l'alinéa (2) du paragraphe 6.1 des présentes règles publiée par une bourse ou un SCDO. 	FBN – Estime que les exigences relatives à la taille minimale de l'ordre (telles qu'imposées par certains marchés en vue d'y obtenir l'accès) devraient être considérées comme une condition particulière.	Actuellement, tous les marchés ont établi des exigences minimales quant à la taille des ordres à l'égard des ordres saisis sur leur marché (c.-à-d., le lot régulier de la TSX). SRM est d'avis que les conditions imposées par un marché à la saisie d'un ordre, par exemple un volume minimal en vue de la saisie d'un ordre, ne font pas d'un ordre un <i>ordre assorti de conditions particulières</i> aux fins des RUIM. Une condition qui s'applique à chaque ordre sur un marché ne peut constituer un <i>ordre assorti de conditions particulières</i> sur ce marché.

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>mais ne comprend pas un ordre qui est un ordre de base, un ordre au cours du marché, un ordre au cours de clôture, un ordre au dernier cours, un ordre au premier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>		
<p>3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert</p> <p>(2) Un titre peut être vendu à découvert sur un marché à un prix inférieur au dernier cours vendeur si la vente est, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>f) le résultat, selon le cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) d'un ordre au cours du marché, (ii) d'un ordre au dernier cours, (iii) d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (iv) d'un ordre de base, (v) d'un ordre au cours de clôture, <p>...</p>	<p>BMO – SRM devrait fournir une orientation assortie d'illustrations de la manière dont un participant est censé se conformer au critère de « l'écart minimal » dans le contexte de plusieurs marchés.</p> <p>Scotia – En l'absence d'un intégrateur centralisé, il sera difficile de surveiller les ordres à découvert saisis sur le marché non principal en vue d'assurer la conformité aux règles sur « l'écart minimal ». SRM devrait envisager de réaliser un examen réglementaire de l'efficacité de la réglementation des ventes à découvert au Canada.</p> <p>RBC – Comment établira-t-on le marché principal? Le marché principal pourrait-il se trouver à l'extérieur du Canada et, par conséquent, être assujéti à des règles différentes en matière de ventes à découvert?</p>	<p>L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – <i>Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés</i> (1^{er} septembre 2006) prévoit qu'en l'absence d'une agence de traitement de l'information, un participant, lorsqu'il établit le <i>dernier cours vendeur</i> aux fins de la Règle 3.1, peut se fier aux renseignements sur les transactions provenant du « marché principal » aux fins de la négociation de ce titre (se reporter à l'Avis pour une définition du « marché principal »). De l'avis de SRM, le cours le moins élevé auquel un participant ou une personne ayant droit d'accès peut réaliser une vente à découvert sera le moindre des deux cours suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • le <i>dernier cours vendeur</i> du titre sur le marché principal; • le <i>dernier cours vendeur</i> du titre sur le marché sur lequel le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit l'ordre visant une vente à découvert, à la condition que cette transaction se soit produite après la dernière vente sur le marché principal. <p>Se reporter à la réponse au commentaire de BMO ci-dessus. SRM est membre d'un groupe de travail conjoint des ACVM/OAR sur les questions liées aux ventes à découvert, lequel examine présentement les questions se rapportant à la réglementation des ventes à découvert au Canada. SRM comprend que le système de négociation de chaque marché qui autorise des ventes à découvert sera en mesure d'exécuter des ventes à découvert conformément aux normes fixées dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 soit en arrimant l'exécution des ventes à découvert au <i>dernier cours vendeur</i> sur le marché principal soit en incluant la dernière vente sur son marché si elle se produit après la dernière vente sur le marché principal.</p> <p>L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – <i>Négociation de titres sur plusieurs marchés</i> (1^{er} septembre 2006) prévoit que SRM jugerait qu'un marché constitue le « marché principal » en vue de la négociation d'un titre si les conditions suivantes sont réunies :</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
		<ul style="list-style-type: none"> • les données de négociation provenant du marché sont diffusées en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information; • au cours de l'année civile antérieure, le marché possédait le volume de négociation le plus important à l'égard de ce titre parmi tous les marchés qui diffusaient des données de négociation en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information; • le titre continue d'être négocié sur ce marché. <p>Si le marché ne s'est pas négocié sur un marché quelconque pendant au moins une année civile, SRM considérerait que le « marché principal » constitue :</p> <ul style="list-style-type: none"> • soit, dans le cas d'un titre inscrit ou coté, le marché sur lequel le titre a été inscrit ou coté pour la première fois et sur lequel le titre continue de se négocier; • soit dans le cas d'un titre autre qu'un titre inscrit ou coté, le marché sur lequel le titre a été négocié pour la première fois et continue de se négocier. <p>Aux fins des RUIM, un <i>marché</i> se définit comme une bourse, un SCDO ou un SNP canadiens.</p>
<p>5.2 Meilleur cours</p> <p>(2) L'alinéa (1) ne s'applique pas à l'exécution d'un ordre qui, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>c) qui, selon les directives ou l'approbation du client, doit être saisi sous l'une des formes suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) un ordre au cours du marché; (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. 	<p>Perimeter – Présentement, les courtiers sont tenus de respecter les ordres affichés au « cours de clôture »; toutefois, les <i>ordres au cours de clôture</i> peuvent contourner l'avis qui est affiché sur un autre marché. L'auteur du commentaire est favorable à une application uniforme lorsque les ordres sont en mesure de contourner des <i>ordres au cours de clôture</i> de la même manière que les <i>ordres au cours de clôture</i> peuvent contourner d'autres ordres.</p>	<p>La faculté d'exécuter des transactions moyennant le <i>dernier cours vendeur</i> d'une séance boursière favorise le rééquilibrage de l'indice au cours de clôture. Par exemple, la valeur de l'indice S&P/TSX 60 est calculée en fonction du cours des titres qui le composent à la TSX et ne tient pas compte des cours des transactions sur d'autres marchés même si ces autres marchés peuvent débiter la négociation plus tôt ou plus tard que la séance de négociation régulière de la TSX. Plusieurs <i>fonds négociés en bourse</i>, fonds communs de placement et autres instruments financiers qui sont conçus afin de calquer certains indices, par conséquent, doivent exécuter des transactions visant les titres composant l'indice aux cours de clôture utilisés afin de calculer l'indice sous-jacent. Afin de favoriser cette « indexation », il est nécessaire de fournir une dispense de la Règle 5.2 à l'égard d'un <i>ordre au cours de clôture</i>. D'autres ordres, particulièrement ceux des épargnants qui sont des particuliers, et qui circulent sur le marché en même temps recherchent le « meilleur cours disponible ». Les participants qui</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
		traitent de tels autres ordres doivent, par conséquent, tenir compte d'un <i>ordre au cours de clôture</i> si ce dernier correspond au meilleur cours auquel ils peuvent exécuter leurs ordres clients.
<p>5.3 Priorité aux clients</p> <p>(1) Un participant <u>ne doit pas sur un marché ou sur un marché organisé réglementé saisir un ordre propre ou un ordre non-client du participant dont, compte tenu des renseignements connus de la ou les personnes plaçant l'ordre propre ou l'ordre non-client ou qui leur sont raisonnablement accessibles, le participant sait ou aurait dû savoir qu'il fera, ou qu'il est raisonnablement vraisemblable qu'il fasse, l'objet d'une exécution par priorité à un ordre client reçu par le participant avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client</u> visant le même titre et qui réunit les conditions suivantes :</p> <p>a) il est doté du même cours <u>que l'ordre client</u> ou d'un cours <u>inférieur</u>, s'il s'agit d'un ordre d'achat, ou du même cours <u>que l'ordre client</u> ou d'un cours <u>supérieur</u>, s'il s'agit d'un ordre de vente;</p> <p>b) il est dans le même sens du marché.</p> <p>(2) Malgré l'alinéa (1) mais sous réserve de la règle 4.1, un participant n'est pas tenu de privilégier un ordre client si l'une des conditions suivantes est respectée :</p> <p>a) le client a consenti spécifiquement à ce que le participant saisisse des ordres propres et des ordres non-clients visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes modalités de règlement;</p> <p>b) l'ordre propre ou l'ordre non-client est doté de l'une des caractéristiques suivantes :</p> <p>(i) il est automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux règles du marché dans le cadre des obligations du teneur du marché qui s'appliquent,</p> <p>(ii) <u>il est automatiquement produit par un système exploité par le participant ou pour son compte en fonction de paramètres préétablis quant aux ordres et aux transactions</u></p>	<p>BMO – Se dit préoccupée du fait qu'en l'absence de marchés électroniques interreliés et d'un délai suffisant afin d'élaborer un système d'acheminement intelligent des ordres à l'échelle de l'entreprise, la proposition visant à limiter la dispense quant à la « répartition du système de négociation » aux titres qui se négocient sur un marché unique donnera lieu à de nombreuses attributions manuelles, à l'établissement de nouveaux contrats et à des corrections. Par ailleurs, une clarification est nécessaire sur la manière de composer avec les « abandons » découlant de violations par inadvertance de la priorité aux clients sur plusieurs marchés.</p> <p>Canaccord, CNQ, ITG, FBN et RBC – SRM devrait se concentrer sur les tendances de saisie d'ordres clients sur des marchés lorsqu'ils ne font pas l'objet d'une exécution et la saisie des ordres pour compte propre sur</p>	<p>À la suite de la publication de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-012 – <i>Approbation de modifications – Dispositions se rapportant à la priorité aux clients</i> (26 mai 2006), SRM a donné un avis de l'approbation par les autorités en valeurs mobilières compétentes de modifications (initialement publiées aux fins de consultation en juin 2005) aux RUIM concernant la priorité aux clients. Les modifications prévoyaient qu'un participant avait la faculté de se fier aux répartitions effectuées par le système de négociation d'un marché dans certains cas. Les modifications ont élargi davantage les circonstances dans lesquelles un participant pourrait se fier aux répartitions des systèmes de négociation des marchés. En particulier, un participant ne serait pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client reçu avant la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client saisi sur un marché si le client a donné des directives quant au marché sur lequel saisir l'ordre client.</p> <p>L'obligation de réattribuer des actions aux clients qui découlent de violations de la priorité aux clients ne constitue pas une nouvelle exigence. (Par exemple, aux termes de la règle en vigueur depuis le lancement des RUIM, un participant ne pouvait se fier à la répartition du système de négociation si l'ordre client n'a pas été saisi sur un marché immédiatement dès sa réception ou si l'un des ordres a fait l'objet d'une exécution sur un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada.) En tant que tel, SRM s'attend à ce qu'un participant ait déjà en place des procédures convenables pour la « consignation au registre » des réattributions aux clients. Compte tenu des modifications apportées à la Règle 5.3 des RUIM, les participants seront peut-être tenus de réexaminer leurs politiques afin de s'assurer que les politiques existantes continuent de convenir.</p> <p>Avant les modifications, la Règle 5.3 prévoyait que, sous réserve de conditions et de dispenses particulières, un participant était tenu d'accorder la priorité à l'exécution des ordres clients par rapport aux ordres propres et aux ordres non-clients d'un participant. Contrairement à l'obligation d'accorder la « meilleure exécution »,</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>établis, programmés ou mis en service en vue de la négociation avant la réception de l'ordre client.</p> <p>(iii) il vise un compte géré et l'ordre client vise un compte géré sous l'emprise de la même personne et à l'égard duquel les exécutions sont réparties entre les divers comptes gérés de manière équitable conformément à la pratique établie du participant.</p> <p>(iv) il est un ordre de base;</p> <p>c) l'ordre client a été saisi directement par le client du participant sur un marché;</p> <p>d) l'ordre propre ou l'ordre non-client est exécuté en vertu d'une répartition effectuée par le système de négociation d'un marché et les conditions suivantes sont respectées :</p> <p>(i) soit :</p> <p>A) le titre qui fait l'objet de l'ordre ne se négocie sur aucun marché autre que le marché en cause, soit</p> <p>B) l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, ou encore</p> <p>C) l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, ont chacun été saisis sur le même marché;</p> <p>D) le client a donné des directives au participant de saisir l'ordre client sur un marché déterminé,</p> <p>E) le client a donné des directives au participant de saisir l'ordre client d'une manière qui ne divulgue pas l'identificateur du participant sur un affichage consolidé du marché.</p> <p>(ii) l'ordre client a été saisi par le participant sur ce marché immédiatement dès sa réception par le participant,</p> <p>(iii) si l'ordre client a été modifié par le participant à tout moment après la saisie, la modification a eu lieu suivant les directives précises du client;</p>	<p>des marchés où ils se trouvent et traiter ces abus systématiques comme des violations de la meilleure exécution.</p> <p>Canaccord, ITG, FBN, RBC et Scotia – Les auteurs estiment que SRM devrait aller plus loin en ajoutant une dispense dans les cas où un participant a fait preuve de l'existence de « cloisonnement » suffisant afin de garantir que la négociation pour compte propre est réalisée sans connaissance des ordres clients.</p>	<p>qui exige qu'un participant recherche « avec diligence » la meilleure exécution pour ses clients selon les modalités les plus avantageuses pour le client, l'obligation d'accorder la priorité aux clients n'était pas précisée par une norme de « caractère raisonnable » et faisait l'objet d'une application au cas par cas. Se reporter à la réponse au commentaire de Canaccord qui suit immédiatement.</p> <p>Compte tenu des difficultés que peut éprouver un participant en surveillant les exécutions sur plusieurs marchés, les modifications ont révisé la disposition de base imposant la responsabilité afin d'empêcher qu'un ordre propre ou un ordre non-client soit saisi sur un marché si, en fonction des renseignements connus ou raisonnablement accessibles à la ou aux personnes qui donnent ou saisissent l'ordre propre ou l'ordre non-client, le participant sait ou aurait dû savoir que l'ordre propre ou l'ordre non-client fera, ou est raisonnablement susceptible de faire, l'objet d'une exécution par priorité à un ordre client reçu par le participant avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client. Aux termes des modifications, un participant ne serait pas en mesure d'éviter d'accorder la priorité aux clients si les renseignements étaient « raisonnablement accessibles » mais le participant ne s'est pas prévalu des renseignements dans un cas déterminé. Dans le même ordre d'idées, si un participant sait ou aurait dû savoir que l'ordre propre ou l'ordre non-client est « raisonnablement susceptible » d'obtenir une exécution par priorité à l'ordre client, le client aura le droit à l'avantage. Comme le traitement de l'ordre client relève du contrôle du participant, celui-ci a le fardeau d'établir que le client n'a pas été désavantagé.</p> <p>Aux termes de la disposition antérieure aux modifications, un participant qui saisissait un ordre propre après qu'un ordre client avait été saisi sur un autre marché devenait, en partie, le « garant » de l'exécution de l'ordre client même dans des circonstances où l'ordre client avait été saisi sur le marché le plus liquide et offrant la plus grande probabilité d'exécution rapide.</p> <p>Auparavant, la règle prévoyait une dispense à l'égard de « cloisonnements » dans des circonstances où l'ordre client a été retiré de la saisie sur un marché ou si l'ordre a été saisi directement</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>e) soit l'ordre client, d'une part, soit l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, constitue un ordre assorti de conditions particulières et l'ordre client n'aurait pas été exécuté dans le cadre de l'opération ou des opérations faisant intervenir l'ordre propre ou l'ordre non-client en raison des modalités et conditions d'au moins un ordre assorti de conditions particulières;</p> <p>f) un responsable de l'intégrité du marché exige que l'ordre propre ou l'ordre non-client soit exécuté par priorité à un ordre client, ou autorise l'ordre propre ou l'ordre non-client à être ainsi exécuté.</p> <p>(3) Aux fins du sous-alinéa (2)a), un client est réputé avoir consenti à ce que le participant saisisse des ordres propres et des ordres non-clients visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement si l'ordre client, conformément aux directives précises du client, doit être exécuté en partie à divers moments au cours du jour de bourse ou moyennant des cours variés pendant le jour de bourse.</p>	<p>CNQ – Les modifications proposées à la Règle 5.3 prévoient implicitement qu'un courtier doit réattribuer les exécutions provenant de comptes de stocks/non-clients aux ordres clients saisis antérieurement sur d'autres marchés. Ceci se révélera irréalisable puisque les courtiers ne disposent pas de systèmes internes afin de surveiller les exécutions d'ordres non-clients et pour effectuer des réattributions. Les courtiers devraient pouvoir se fier à la répartition du système de négociation du marché, et ce, pour tous les marchés.</p>	<p>par le client sur un marché. Étant donné que la « connaissance » constitue une composante de la disposition de base imposant la responsabilité, ces dispenses fondées sur la connaissance étaient devenues inutiles et ont été abrogées dans le cadre de la révision.</p> <p>SRM reconnaît qu'une dispense à l'égard de certaines « opérations automatisées » entreprises par des comptes propres ou des comptes non-clients peut être justifiée particulièrement si les paramètres de cette négociation ont été établis avant la réception d'un ordre client déterminé. Dans le même ordre d'idées, SRM reconnaît qu'une dispense à l'égard d'ordres émanant de comptes non-clients ou propres gérés peut être justifiée si l'ordre client provient également d'un compte géré et que les exécutions sont réparties entre les divers comptes conformément à des pratiques établies. Des dispenses afin de tenir compte de ces circonstances ont été ajoutées par les modifications.</p> <p>Se reporter à la réponse au commentaire de Canaccord qui précède immédiatement.</p> <p>SRM reconnaît que les dispositions révisées visant la priorité aux clients empêcheront les violations « intentionnelles » de la priorité aux clients mais qu'il existera des incidences d'exécution d'ordres propres ou non-clients « par inadvertance » par priorité à des ordres clients dans la mesure où l'activité de négociation visant un titre déterminé se déplace d'un marché à l'autre à divers moments au cours d'un jour de bourse. SRM reconnaît également que peu de courtiers disposent présentement de la capacité d'assurer la surveillance à l'égard de violations « par inadvertance » et l'ampleur de ces violations ne peut être estimée pour l'heure. De l'avis de SRM, l'objectif principal des participants dans le cadre de leur adaptation à plusieurs marchés consiste à s'assurer que leurs systèmes et leurs politiques et procédures conviennent à assurer la « meilleure exécution » et à accorder le « meilleur cours » lorsqu'ils traitent les ordres clients.</p> <p>Pour ces motifs, SRM a l'intention de mettre en œuvre les modifications à la Règle 5.3 à « l'essai » pendant une période d'au moins un an. Au cours de cette année, SRM surveillera les incidences d'ordres propres et d'ordres non-clients qui devancent des ordres clients antérieurement saisis et qui ne constituaient pas</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
		<p>une violation de la Règle 5.3 telle que révisée, et elle fera rapport à cet égard. Si l'étude indique que les tendances de négociation justifient que des mesures supplémentaires soient prises, SRM envisagerait de remettre en œuvre les dispositions actuelles sur la priorité aux clients suivant une période convenable permettant aux participants de modifier leurs politiques et procédures et systèmes de négociation afin de se rajuster à la norme plus rigoureuse.</p>
<p>6.1 Saisie d'ordres sur un marché</p> <p>(1) Aucun ordre d'achat ou de vente d'un titre n'est saisi sur un marché pour être exécuté à un cours qui comprend une fraction ou une partie d'un cent autre qu'un échelon de cotation d'un demi-cent relativement à un ordre doté d'un cours inférieur à <u>cinquante cents un demi-cent</u>.</p>	<p>RBC – Estime que, d'un point de vue de la conformité, il peut être difficile d'assurer une surveillance en vue de violations de la priorité aux clients sur plusieurs marchés. Le recours à des identificateurs anonymes pose des défis supplémentaires, particulièrement lorsque les ordres sont acheminés au moyen d'une transaction jitney.</p> <p>Des modifications importantes aux systèmes seront nécessaires afin d'établir les rapports entre les flux d'ordres de la part de particuliers et d'institutions aux fins de la conformité.</p>	<p>SRM reconnaît que le recours à l'identificateur des ordres anonymes complique la conformité et les modifications ont révisé les dispositions afin de permettre au participant de se fier à la répartition du système de négociation si le client a donné des directives comme quoi l'ordre doit être saisi au moyen d'un « identificateur anonyme ».</p> <p>Se reporter à la réponse au commentaire de Canaccord ci-dessus.</p>
<p>6.2 Désignations et identificateurs</p> <p>(1) Chaque ordre saisi sur un marché précise :</p> <p>...</p> <p>b) une désignation que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable pour le marché sur lequel l'ordre est saisi si l'ordre, selon le cas :</p> <p>(i) est un ordre au cours du marché,</p> <p>(ii) est un ordre au premier cours,</p>	<p>TD – SRM devrait exiger des marchés qu'ils créent un identificateur de négociation à l'égard de transactions qui ne comportent pas le transfert d'un risque économique entre les parties (c.-à-d., opérations à terme contre marchandises, swaps et opérations à terme). L'inclusion de telles opérations sur le « téléscript » dissimule le véritable volume à l'égard d'un titre et l'établissement de points de repère (c.-à-d., le CMPV).</p>	<p>SRM travaille présentement à l'élaboration d'une proposition visant à modifier les RUIM afin d'inclure un identificateur obligatoire dans le cadre d'une « opération sans risque ». Cette proposition fait l'objet d'un examen dans le cadre d'un contexte plus large qui comprend les obligations en matière de déclaration de positions à découvert. SRM est un participant au Groupe de travail des ACVM/OAR sur les questions en matière de ventes à découvert. Toute proposition touchant les RUIM qui découle des travaux de ce groupe feront l'objet d'un « Avis de consultation » afin de permettre une discussion à l'échelle sectorielle.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<ul style="list-style-type: none"> (iii) est un ordre au dernier cours, (iv) est un ordre assorti de conditions particulières, (v) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (v.1) est un ordre de base, (v.2) est un ordre au cours de clôture, (vi) fait partie d'une transaction déclenchée par ordinateur, (vii) fait partie d'une application intentionnelle ou d'une application interne, (viii) est une vente à découvert assujettie à la restriction relative au prix prévue à l'alinéa (1) du paragraphe 3.1 des présentes règles, (ix) est une vente à découvert dispensée de la restriction relative au prix applicable aux ventes à découvert conformément à l'alinéa (2) du paragraphe 3.1 des présentes règles, (x) est un ordre non-client, (xi) est un ordre propre, (xii) est un ordre de jitney, (xiii) est pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés, (xiv) est pour le compte d'une personne qui est un initié de l'émetteur du titre visé par l'ordre, (xv) est pour le compte d'une personne qui est un actionnaire important de l'émetteur du titre visé par l'ordre, (xvi) est un ordre à l'égard duquel l'autorité de contrôle du marché peut exiger une désignation précise ou particulière à l'occasion. 		
<p>6.3 Diffusion des ordres clients</p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement sur un marché qui affiche des ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché</p>	<p>Canaccord – Est préoccupée par le fait que la conformité à la Règle 6.3 exigera d'un courtier qu'il saisisse des ordres clients reçus à l'extérieur des heures de négociation</p>	<p>Dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – <i>Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés</i> (30 octobre 2006), SRM a indiqué que, si un participant a adopté une politique à l'égard du traitement d'ordres</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, à moins que, selon le cas :</p> <p>...</p> <p>h) le client n'ait demandé que l'ordre soit saisi sur un marché sous l'une des formes suivantes, ou n'y ait consenti :</p> <ul style="list-style-type: none"> (i) un ordre au cours du marché, (ii) un ordre au premier cours, (iii) un ordre assorti de conditions particulières, (iv) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (v) un ordre au dernier cours, (vi) un ordre de base, (vii) un ordre au cours de clôture. 	<p>traditionnelles sur des marchés qui sont peu liquides et, qui, en soi, peuvent ne pas fournir la meilleure exécution pour des ordres clients saisis sur ces marchés.</p> <p>FBN – Si un ordre est transmis à un marché « non transparent » où aucune liquidité n'existe et que cet ordre est retransmis au courtier, un courtier est-il en violation de la Règle 6.3? Les courtiers seront-ils tenus de fournir une amélioration du cours dans de tels cas?</p>	<p>« valables jour », d'ordres « valables jusqu'à annulation » et d'ordres « au mieux » (reçus à l'extérieur des heures de négociation traditionnelles) et qu'il a informé ses clients de sa politique, l'on ne s'attendrait pas d'un participant qu'il continue à surveiller les possibilités de négociation sur des marchés qui continuent à négocier le titre déterminé à l'extérieur des heures de négociation traditionnelles. Dans la mesure où un participant n'a pas informé les clients de la politique du participant à l'égard du traitement de ces ordres, SRM s'attendrait du participant, dans le respect des obligations en matière de « meilleure exécution » qui lui incombent en vertu de la Règle 5.1 des RUIIM, qu'il continue à surveiller les possibilités de négociation sur tout marché qui est accessible en vue de la négociation.</p> <p>Aux termes de la règle existante, une exception à la diffusion immédiate de l'ordre est l'exécution de l'ordre moyennant un meilleur cours. La vérification d'un marché « non transparent » afin d'établir s'il existe un meilleur cours est compatible avec cette obligation. Dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – <i>Orientation – Exigences de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés</i> (30 octobre 2006), SRM a indiqué que, si le participant saisi de nouveau, et ce, sur-le-champ, l'ordre client (ou la partie inexécutée de l'ordre client) sur un marché qui fournit une transparence des ordres, le participant se conformerait à la Règle 6.3 proposée. L'objectif de la modification apportée à la Règle 6.3 consiste à empêcher l'ordre client de faible envergure et qui ne fait pas l'objet d'une exécution immédiate de continuer à demeurer sur un marché « non transparent ».</p>
<p>8.1 Exécution d'ordres clients pour compte propre</p> <p>(2) L'alinéa (1) est inapplicable si le client a demandé que l'ordre client soit de l'un des types suivants, ou y a consenti :</p> <ul style="list-style-type: none"> a) un ordre au cours du marché; b) un ordre au premier cours; c) un ordre au dernier cours; d) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume; e) un ordre de base, 		

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>f) un ordre au cours de clôture.</p>		
<p>10.9 Pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché</p> <p>(1) Dans le cadre de l'administration des négociations des titres sur le marché, un responsable de l'intégrité du marché peut :</p> <p>.....</p> <p>d) interdire <u>modifier</u> ou annuler toute transaction s'il juge qu'elle est déraisonnable ou ne respecte pas les présentes règles ou les Politiques;</p> <p>...</p> <p><u>g.1) à l'égard d'une transaction visant un ordre propre ou un ordre non-client qui ne respectait pas les exigences de la règle 5.3, exiger que le participant exécute l'ordre client à un cours et à hauteur du volume de la transaction qui auraient respecté les exigences.</u></p> <p>...</p>		<p>La révision de la Règle 10.9 aux termes des modifications est consécutive à des modifications apportées à la règle sur la priorité aux clients. Selon les modifications, un responsable de l'intégrité du marché serait en mesure d'ordonner l'exécution d'un ordre client si le participant ne s'est pas conformé aux dispositions relatives à la priorité aux clients.</p> <p>SRM a également profité de l'occasion afin d'apporter une modification « administrative » en remplaçant le mot « interdire » par le mot « modifier » au sous-alinéa d), de sorte à ce que la structure de la disposition calque le libellé utilisé au sous-alinéa e).</p>
<p>POLITIQUE 2.1 – PRINCIPES D'ÉQUITÉ</p> <p>Article 1 – Exemples d'activité inacceptable</p> <p>.....</p> <p>Sans que soit limitée la portée générale de la règle, les activités suivantes constituent des exemples de violations de l'obligation d'effectuer ses transactions en faisant preuve de transparence et de loyauté conformément aux principes d'équité dans le commerce :</p> <p>...</p> <p>d) lorsqu'il négocie un titre sur un marché qui est assujéti aux obligations du teneur de marché, la saisie intentionnelle sur ce marché lors d'un jour de bourse déterminé d'au moins deux ordres qui imposeraient une obligation au teneur du marché de faire ce qui suit :</p> <p>(i) exécuter un ou plusieurs des ordres,</p> <p>(ii) acheter un ou plusieurs des ordres moyennant un cours supérieur ou les vendre moyennant un cours inférieur</p> <p>conformément aux obligations du teneur de marché qui ne seraient pas imposées au teneur de marché si les ordres avaient été saisis sur le marché comme ordre unique ou saisis en même temps.</p>	<p>TSX – SRM fera-t-elle enquête et prendra-t-elle des mesures d'application contre les organisations participantes de la TSX qui violent les règles en matière de quantité minimale garantie, et, le cas échéant, quelle sera l'ampleur d'une telle enquête/mesure d'application?</p>	<p>Dans la mesure où un marché a établi qu'une violation de ses règles du marché s'est produite et qu'elle demande à ce que SRM fasse enquête à l'égard de l'affaire, SRM fera enquête à l'égard de la violation alléguée et entamera une instance en matière d'application au besoin. Sauf si ses services sont retenus en ce sens, SRM n'assure aucune surveillance en vue de la conformité aux règles du marché.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>POLITIQUE 5.1 – Exécution d'ordres clients au meilleur cours</p> <p>Article 2 – Facteurs à examiner</p> <p>Afin d'établir si un participant s'est acquitté avec diligence de l'obligation d'assurer la meilleure exécution d'un ordre client, l'autorité de contrôle du marché examinera un certain nombre de facteurs, notamment les suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • toutes directives précises du client concernant l'exécution de l'ordre dans les délais prévus; • le fait que des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada ont été envisagés (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se situe à l'extérieur du Canada); • le fait que le participant a tenu compte d'ordres sur un marché qui a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client; • le fait que le participant a tenu compte de la liquidité possible sur des marchés qui n'assurent pas la transparence d'ordres dans un affichage consolidé du marché si les conditions suivantes sont réunies : <ul style="list-style-type: none"> ○ le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant afin d'assurer l'exécution intégrale de l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client, ○ le marché non transparent a indiqué qu'il existe une vraisemblance raisonnable qu'il disposera d'une liquidité à l'égard du titre donné. 	<p>BMO et GMP – Les obligations d'accorder la meilleure exécution ne devraient pas s'étendre à des marchés non transparents.</p> <p>BMO, Canaccord, CSTA, GMP, IIAC, FBN et Torys – En élargissant les obligations d'accorder la meilleure exécution au-delà des marchés auxquels un participant a décidé d'avoir accès, les courtiers n'ont aucun autre choix que de se raccorder à tous les nouveaux marchés. Dans le cadre du marché électronique de nos jours où la rapidité est d'ordre, la conclusion d'une entente en matière de jitney en vue de l'exécution n'est pas envisageable.</p> <p>Canaccord – Un courtier devrait être en mesure d'adopter une politique générale énonçant que la maison de courtage ne négociera pas à l'égard de marchés déterminés ou à l'extérieur des heures de négociation traditionnelles.</p>	<p>Dans le cadre des modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP, les ACVM ont confirmé leur exigence qu'un courtier, dans les cas qui s'imposent, devrait tenir compte de renseignements provenant de tous les marchés qui négocient un titre déterminé afin de respecter les obligations en matière de meilleure exécution qui lui incombent. La modification apportée à l'article 2 de la Politique 5.1 des RUIIM fait état des circonstances limitées dans le cadre desquelles un participant devrait tenir compte d'un marché non transparent (essentiellement, l'ordre client ne peut être exécuté moyennant un cours convenable sur un marché transparent et le marché non transparent a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité). Actuellement, si un participant n'est pas en mesure de combler un ordre client à même les ordres figurant sur le marché visible, le participant soit procède à une transaction pour compte propre soit tente de trouver de la liquidité supplémentaire. Le marché non transparent n'est qu'une autre source possible de liquidité qui devrait être trouvée si les tendances de négociation qui le caractérisent justifient sa prise en ligne de compte. La modification apportée aux RUIIM vise l'harmonisation aux exigences des ACVM.</p> <p>Les RUIIM reconnaissent que la « meilleure exécution » est essentiellement le processus selon lequel un participant tente d'obtenir diligemment « l'exécution de chaque ordre client selon les modalités les plus avantageuses pour le client et aussi rapidement que possible selon la conjoncture existante du marché ». Chaque participant évalue le besoin d'avoir accès à un marché déterminé en fonction de ses considérations commerciales et des modes d'obtention de l'accès. Par exemple, il importe de noter que, même s'il existe environ 210 courtiers en placement au Canada, seuls 96 ont un accès direct à la négociation à la TSX et seuls 87 ont un accès direct à la négociation à la BC TSX.</p> <p>L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – <i>Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés</i> (30 octobre 2006) prévoit que, si un participant a adopté une politique à l'égard du traitement d'ordres « valables jour », d'ordres « valables jusqu'à annulation » et d'ordres « au mieux » (reçus à l'extérieur des heures de négociation</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
		<p>traditionnelles) et qu'il a informé ses clients de sa politique, l'on ne s'attendrait pas d'un participant qu'il continue à surveiller les possibilités de négociation sur des marchés qui continuent à négocier le titre déterminé à l'extérieur des heures de négociation traditionnelles. Dans la mesure où un participant n'a pas informé les clients de la politique du participant à l'égard du traitement de ces ordres, SRM s'attendrait du participant, dans le respect des obligations en matière de « meilleure exécution » qui lui incombent en vertu de la Règle 5.1 des RUIIM, qu'il continue à surveiller les possibilités de négociation sur tout marché qui est accessible en vue de la négociation.</p> <p>Il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – <i>Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés</i> (1^{er} septembre 2006) à l'égard de l'obligation incombant à un participant de tenir compte de renseignements quant aux ordres et aux transactions à l'égard de marchés négociant le même titre. Un participant n'est pas en mesure simplement d'adopter une politique afin d'exclure son obligation de tenir compte de renseignements quant aux ordres et aux transactions provenant d'un marché déterminé.</p>
	<p>Canaccord, CSTA, IIAC et Scotia – Le prolongement des heures de négociation de certains marchés aura des incidences importantes à l'égard de la rémunération et/ou de l'augmentation des besoins en dotation du personnel et quant aux processus « de fin de journée » au sein des maisons de courtage.</p>	<p>Se reporter à la réponse au commentaire de Canaccord qui se trouve immédiatement au-dessus.</p>
	<p>Canaccord, GMP, IIAC, Scotia et Torys – Jusqu'au moment où il existe un organisme de regroupement de données, les courtiers devraient être autorisés à aviser leurs clients des marchés dont ils seront adhérents/participants.</p>	<p>Se reporter à la réponse au commentaire de Canaccord ci-dessus. Ni les RUIIM ni les règles portant sur les ATS n'exigent d'un participant qu'il conserve un accès en vue de la négociation à chaque marché canadien sur lequel un titre peut se négocier. Toutefois, les ACVM s'attendent d'un participant qu'il prenne des dispositions avec un autre courtier qui est un adhérent d'un marché déterminé ou qu'il achemine un ordre à un marché déterminé, au besoin. Traditionnellement, les bourses canadiennes ont exigé de leurs membres qu'ils respectent les ordres dotés d'un meilleur cours sur d'autres bourses canadiennes.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
	<p>Canaccord, IIAC et RJ – D'exiger que le courtier vérifie tous les marchés étrangers pertinents sur lequel les titres peuvent être intercotés oblige les courtiers à faire l'acquisition d'un accès électronique aux bourses afin de visionner les marchés internationaux en « temps réel » en vue de vérifier, avant l'opération, l'établissement du cours d'un titre déterminé à l'échelle mondiale. Le délai requis afin d'entreprendre cet examen suscitera des retards qui contrecarrent la meilleure exécution.</p>	<p>Même si la prise en considération des marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se trouve à l'extérieur du Canada) est « encouragée », un participant n'est pas tenu de tenir compte des marchés étrangers dans tous les cas. Conformément à la Règle 6.4 des RUIIM, les transactions sur les marchés à l'extérieur du Canada peuvent être réalisées mais ces transactions sont assujetties aux obligations « d'accorder le meilleur cours » incombant au participant envers les ordres sur les marchés au Canada. SRM reconnaît que les activités d'arbitrage conserveront les cours des titres intercotés dans des « bornes » raisonnables, ainsi minimisant le besoin de surveiller des marchés étrangers en permanence.</p>
	<p>CSTA, RBC, RJ et Scotia – Ces auteurs sont préoccupés du fait que le « meilleur cours » est devenu le facteur qui caractérise le plus souvent la meilleure exécution, à l'exclusion des autres facteurs déterminants tels que la rapidité, l'incidence sur le marché et la certitude d'exécution. Pour les ordres d'envergure, ces facteurs revêtent une plus grande importance que simplement obtenir le meilleur cours pour un client.</p>	<p>Les RUIIM ont toujours reconnu que la « meilleure exécution » et le « meilleur cours » constituent deux règles et obligations distinctes. Les RUIIM continuent de tenir compte de facteurs au-delà du meilleur cours dans le cadre de l'évaluation de la meilleure exécution.</p>
	<p>ITG – En l'absence de directives précises du client concernant l'exécution (c.-à-d. un marché déterminé), un courtier devrait avoir le droit d'établir s'il doit exécuter un ordre immédiatement sur un marché qui est alors accessible ou s'il doit attendre en vue d'exécuter l'ordre sur le marché principal lorsqu'il ouvre.</p>	<p>Se reporter à la réponse au commentaire de Canaccord à la page 53 ci-dessus.</p>
	<p>FBN et RBC – Le délai nécessaire afin d'entreprendre un examen sur tous les marchés occasionnera des retards dans les exécutions pendant que les négociateurs « font la chasse » aux cotations sur les marchés, ce qui se soldera par des exécutions de moindre qualité pour les clients.</p>	<p>La règle 5.1 exige d'un participant qu'il recherche « avec diligence » la meilleure exécution pour ses clients selon les modalités les plus avantageuses pour le client. La taille d'un ordre est un facteur à prendre en ligne de compte en établissant la meilleure exécution. En fonction des commentaires reçus en réponse au Document de discussion des ACVM sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, il est anticipé que le</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
		processus d'évaluation des possibilités de négociation sur divers marchés visibles qui sont immédiatement et électroniquement accessibles sera automatisé (à l'instar du processus utilisé par de nombreux membres américains du même groupe que les participants).
	<p>Perimeter – Selon son libellé, la politique suggère que les courtiers devraient tenir compte de la liquidité sur des marchés non transparents uniquement si les marchés transparents ne peuvent fournir une liquidité avantageuse. La politique devrait prévoir que les courtiers ont l'obligation de rechercher régulièrement des possibilités pour des clients sur tous les marchés disponibles.</p>	La Norme sur le fonctionnement du marché autorise un marché à être « non transparent » à l'égard des ordres afin de s'adapter au modèle commercial de ce marché. Un participant peut accéder à tout marché qui correspond à ses besoins, à la condition que le participant respecte les critères établis par le marché en vue de l'accès. Au fur et à mesure que le nombre de marchés augmente, il n'est pas pratique d'exiger d'un participant qu'il vérifie tous les marchés avant de réaliser une exécution. La politique prévoit qu'il y a lieu de se reporter aux marchés non transparents s'il n'existe pas suffisamment de liquidité sur les marchés visibles moyennant un cours satisfaisant et si le marché non transparent a fait preuve d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard du titre déterminé.
	<p>RJ – Comment SRM a-t-elle l'intention de surveiller la meilleure exécution tant sur les marchés nationaux qu'étrangers? Comment les taux de change, la rapidité d'accès au marché et la certitude de l'exécution seront-ils pris en ligne de compte comme facteurs dans l'évaluation à savoir si le courtier a respecté les obligations en matière de meilleure exécution qui lui incombent?</p>	La Règle 5.1 exige d'un participant qu'il tente « avec diligence » d'obtenir la meilleure exécution pour ses clients selon les modalités les plus avantageuses pour le client. Tel qu'il est énoncé à la Politique 5.1, les taux de change, la rapidité et la certitude de l'exécution constituent des facteurs à prendre en ligne de compte afin d'établir la meilleure exécution. L'obtention de la meilleure exécution constitue un « processus ».
	<p>Scotia et TSX – Quels facteurs établissent qu'il existe une « vraisemblance raisonnable » de l'existence d'une liquidité sur un marché? Une orientation supplémentaire est nécessaire ou il ne devrait pas exister d'obligation d'obtenir une meilleure exécution à l'égard de marchés non transparents.</p>	À l'égard des marchés transparents, la vraisemblance de liquidité s'établit en fonction de la profondeur des ordres visibles affichés dans l'affichage consolidé. Pour les marchés non transparents, la liquidité ne peut s'établir que par les tendances de négociation historiques. SRM a laissé à l'appréciation des participants l'établissement des marchés qui font preuve d'une « vraisemblance raisonnable » de liquidité à l'égard d'un titre déterminé relativement à la taille de l'ordre client.

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>POLITIQUE 5.2 – Exécution au meilleurs cours</p> <p>Article 1 – Conditions de l'exécution</p> <p>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 prend en considération les facteurs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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 : <ul style="list-style-type: none"> ○ 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 automatisées. 	<p>CSTA, RJ et Torys – D'exiger d'un participant qu'il achemine ses ordres vers un marché affichant le meilleur cours pourrait se solder par la perte d'une exécution rapide et certaine sur un marché affichant un cours légèrement inférieur et qui aurait peut-être été la préférence du client.</p> <p>IIAC – Le respect des attentes des ACVM et des modifications proposées à la Politique 5.2 qui exige d'un courtier qu'il tienne compte de tous les cours et non seulement de ceux des marchés dont le participant est un adhérent recèle la possibilité de retard dans l'exécution et d'autres problèmes connexes de délais de réponse.</p>	<p>Se reporter à la réponse à l'IIAC ci-dessous.</p> <p>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 transactions moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou un marché étranger. Un client ne peut consentir à la transaction moyennant un cours inférieur. L'obligation de déployer des « efforts raisonnables » en vue d'exécuter un ordre client moyennant le meilleur cours s'applique uniformément à tous les marchés qui fournissent une saisie électronique des ordres et un appariement ou une exécution des transactions pleinement automatisés. En limitant les obligations d'accorder le « meilleur cours » aux marchés électroniques pleinement automatisés, la faculté d'un participant d'obtenir une « exécution rapide » ne devrait pas être touchée.</p> <p>L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – <i>Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés</i> (1^{er} septembre 2006) donne l'avis de SRM comme quoi le <i>meilleur cours acheteur</i> et le <i>meilleur cours vendeur</i> ne peuvent être établis que par renvoi à des ordres sur des marchés qui fournissent une transparence avant l'opération. 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 à ce que le participant négocie avec des ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un autre marché si ce marché :</p> <ul style="list-style-type: none"> • diffuse des données quant aux ordres en temps réel et électroniquement par l'intermédiaire d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information; • autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataires; • fournit une saisie des ordres électronique pleinement automatisée; • fournit un appariement des ordres et une exécution des transactions pleinement automatisés. <p>Parmi les marchés actuels, seuls CNQ, la TSX et la BC TSX respectent les quatre conditions (et il est prévu que la fonction Pure</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
	<p>IIAC et FBN – Les coûts associés à l'obtention de l'accès aux marchés devraient être pris en compte dans l'établissement de la norme des « efforts raisonnables ».</p> <p>FBN – L'auteur du commentaire milite en faveur d'une solution permettant un contournement « partiel » des ordres selon lequel un participant pourrait contourner des ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés « peu liquides ». Les marchés peu liquides seraient ceux qui comptent pour un volume inférieur à un volume de négociation préétabli visant un titre déterminé (méthodologie axée sur le modèle de Reg. NMS).</p> <p>FBN – Est-il raisonnable pour un participant de tenir compte du facteur des frais de connectivité et des frais de dans l'établissement du meilleur cours?</p> <p>RBC – Comment un négociateur établit-il la preuve des « efforts raisonnables »? Comment un courtier établirait-il si des « efforts raisonnables » ont été déployés lorsque des ordres dotés d'un meilleur cours ont été cernés après l'opération?</p>	<p>Trading respectera également les quatre conditions). De l'avis de SRM, la conformité à l'« obligation d'accorder le meilleur cours » n'empêche pas l'exécution immédiate.</p> <p>Les frais de transaction et autres frais (y compris les frais d'accès et les frais de règlement) associés à l'exécution d'une transaction sur un marché constituent un facteur à prendre en ligne de compte afin d'établir si un participant a déployé des « efforts raisonnables ».</p> <p>Les ACVM ont indiqué que des modifications supplémentaires aux règles visant les SNP pourraient être proposées dès le parachèvement de l'étude suivant le Document de discussion 23-403 – <i>Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours</i> publié par les ACVM le 22 juillet 2005. Les dispositions des RUIIM et leur interprétation et application seraient modifiées afin de se conformer aux positions adoptées par les ACVM.</p> <p>Ainsi qu'il est énoncé à la Politique 5.2, les frais de transaction et les autres coûts (y compris les frais d'accès et les frais de règlement) associés à l'exécution d'une transaction sur un marché constituent un facteur à prendre en ligne de compte afin d'établir si un participant a déployé des « efforts raisonnables ». Cette disposition fait l'objet d'un examen dans le cadre de l'étude entreprise par les ACVM à l'égard de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p> <p>L'établissement de ce qui constitue des « efforts raisonnables » est lié à la nature de l'entreprise du participant. Les politiques et procédures d'un participant devraient être conçues raisonnablement afin d'assurer que, dans le cours normal, les ordres clients bénéficient du meilleur cours. La surveillance après l'opération en vue de dépister des violations de l'obligation d'accorder le meilleur cours devrait tenir compte de l'omission systémique ou récurrente des ordres clients d'obtenir le meilleur cours, ce qui indiquerait que soit les politiques ou les procédures n'étaient pas suffisantes soit qu'il y a eu manquement à leur respect.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>POLITIQUE 5.3 – PRIORITÉ AUX CLIENTS</p> <p>Article 1 – Contexte</p> <p>Le paragraphe 5.3 des Règles interdit à un participant et à ses employés de faire des transactions sur les mêmes titres que le client du participant. L'interdiction est conçue afin de réduire au minimum les conflits d'intérêts qui se produisent lorsqu'un participant ou son employé fait concurrence aux clients de la maison de courtage en vue de l'exécution d'ordres. La règle vise les deux activités suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • le fait d'exécuter une transaction avant de saisir un ordre client, ce qui revient à prendre une offre d'achat ou de vente que le client aurait pu obtenir si l'ordre client avait été saisi en premier. Dans le cas de transactions en avance sur le marché, l'ordre de professionnel obtient un meilleur cours au détriment de l'ordre client. • le fait d'exécuter une transaction en même temps qu'un client ou de faire concurrence pour l'exécution d'ordres au même cours. <p>L'application de la règle peut se révéler fort complexe étant donné la diversité des transactions professionnelles dans bien des maisons de courtage, ces transactions pouvant comprendre des activités comme la facilitation visant les blocs de titres, la tenue de marché, les opérations sur instruments dérivés et les opérations d'arbitrage. En outre, les maisons de courtage peuvent retenir des ordres clients particuliers afin d'obtenir pour le client l'exécution à un meilleur cours que celui qu'il aurait obtenu si l'ordre avait été saisi directement sur un marché. Chaque maison de courtage doit analyser ses propres activités, cerner les secteurs à risque et adopter des procédures de conformité adaptées à sa situation propre.</p> <p>Un participant a des responsabilités prioritaires relatives à son mandat envers ses clients et ne peut invoquer qu'il s'est conformé techniquement à la règle pour établir qu'il a respecté les obligations auxquelles il est tenu s'il n'a pas par ailleurs agi raisonnablement et avec diligence pour obtenir l'exécution au meilleur cours de ses ordres clients.</p>		
<p>Politique 5.3 – Priorité aux clients</p> <p>Article 2 – Interdiction de procéder à des transactions intentionnellement en avance sur le marché</p> <p>Le paragraphe 5.3 des Règles prévoit qu'un participant doit donner la priorité d'exécution aux ordres clients par rapport à tous les ordres propres et ordres</p>		

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>non-clients du participant qui sont saisis sur un marché ou sur un marché organisé réglementé après la réception de l'ordre client visant le même titre, moyennant le même cours, dans le même sens du marché et selon les mêmes conditions et modalités de règlement. La règle fait exception dans certains cas nécessaires en vue d'assurer l'efficacité générale du traitement des ordres.</p> <p>En particulier, des exceptions à la règle de priorité aux clients sont prévues ci :</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client est automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux obligations du teneur de marché de ce marché; • l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client est un ordre de base; • un responsable de l'intégrité du marché exige que l'ordre propre ou l'ordre non-client qui est saisi après la réception de l'ordre client soit exécuté par priorité à l'ordre client, ou l'autorise à être ainsi exécuté. <p>Un ordre propre qui est automatiquement produit par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux règles de ce marché relatives aux activités de tenue du marché ne constitue pas une tentative délibérée de la part d'un participant de procéder à des transactions en avance sur le marché ou à des transactions en même temps qu'un ordre client. Une dispense de la règle sur la priorité aux clients est, par conséquent, prévue afin d'assurer la liquidité globale du marché conformément aux obligations du teneur de marché établies.</p> <p>Un ordre de base est réalisé moyennant un cours établi par les cours obtenus dans des transactions connexes effectuées sur les marchés des instruments dérivés. En soi, l'exécution d'un ordre de base ne constitue pas une tentative délibérée de la part d'un participant de procéder à des transactions en avance sur le marché ou à des transactions en même temps qu'un ordre client.</p> <p>Une exception à la règle sur la priorité aux clients est également prévue lorsque le système de négociation d'un marché attribue l'exécution à un ordre propre ou à un ordre non-client. Afin de pouvoir se fier à cette exception, les trois conditions suivantes doivent être respectées :</p> <ul style="list-style-type: none"> • soit : <ul style="list-style-type: none"> ◦ le titre ne se négocie pas sur un marché autre que celui sur lequel 		

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>sont saisis, d'une part, l'ordre client et, d'autre part, l'ordre propre ou l'ordre non-client, soit</p> <ul style="list-style-type: none"> ◦ l'ordre propre ou l'ordre non-client est un ordre au cours du marché, un ordre au cours de clôture, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, ou encore ◦ l'ordre client, d'une part, et l'ordre propre ou l'ordre non-client, d'autre part, ont chacun été saisis sur le même marché, sinon ◦ le client a donné des directives au participant de saisir l'ordre client sur un marché déterminé. ● l'ordre client a été saisi immédiatement dès la réception par le participant; ● après la saisie, l'ordre client n'est pas modifié sauf suivant les directives précises du client. <p>L'exception prévue à l'égard d'un ordre propre ou d'un ordre non-client qui constitue un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre au dernier cours ou un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume est une constatation du fait que le cours selon lequel un tel ordre peut être exécuté n'est généralement pas connu au moment de la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client sur un marché. Pourvu que l'ordre client ait été saisi dès la réception et n'ait pas été modifié sans le consentement du client, toute attribution par le système de négociation du marché pour ce genre déterminé d'ordres ne constitue pas une tentative de contourner les ordres clients. Dans le cas d'un ordre au cours de clôture, l'ordre est assujéti à la condition qu'il se négocie uniquement moyennant le cours de clôture du titre sur ce marché déterminé nonobstant le fait que l'ordre aurait pu, par ailleurs, être susceptible d'exécution moyennant un meilleur cours sur un autre marché. Un ordre au cours de clôture sera vraisemblablement saisi par une personne qui possède un intérêt à l'égard d'un titre qui se rattache au cours de clôture (par exemple, il fait partie d'un portefeuille qui calque un indice). Compte tenu de la condition rattachée à un ordre au cours de clôture, l'utilisation d'un tel ordre aux fins d'un compte propre ou d'un compte non-client ne sera pas considérée comme tentative de contourner des ordres clients.</p> <p>Un participant ne peut jamais réaliser intentionnellement une transaction en avance sur un ordre client au mieux ou un ordre à cours limité négociable reçu</p>		

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client sauf conformément à une dispense des exigences de l'alinéa (1) de la règle 5.3, au nombre desquelles dispenses figure l'obtention du consentement déterminé du client. La liste suivante énumère des exemples non exhaustifs de <i>transactions intentionnelles</i> :</p> <ul style="list-style-type: none"> • le retrait de la saisie d'un ordre client sur un marché (ou le retrait d'un ordre déjà saisi sur un marché) pour permettre la saisie avant l'ordre client d'un ordre propre ou d'un ordre non-client concurrent; • la saisie d'un ordre client sur un marché relativement non liquide (sauf suivant les directives du client) et la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client sur un marché plus liquide où l'ordre propre ou l'ordre non-client risque d'être exécuté plus rapidement; • l'ajout de modalités ou conditions à un ordre client (sauf suivant les directives du client) de façon à ce que l'ordre client se classe derrière des ordres propres ou des ordres non-clients moyennant ce cours; • le fait d'assortir un ordre propre ou un ordre non-client de modalités ou conditions dans le but de le différencier d'un ordre client qui aurait par ailleurs priorité moyennant ce cours; • le fait de saisir un ordre propre ou un ordre non-client comme <i>ordre anonyme</i> (sans l'identificateur du participant), ce qui donne lieu à une exécution par priorité à un ordre client antérieurement saisi dans le cadre duquel l'identificateur du participant a été divulgué. 		
<p>Politique 5.3 – Priorité aux clients</p> <p>Article 3 – Aucune connaissance de l'ordre client</p> <p>Le paragraphe 5.3 des Règles compte également quatre exceptions à la règle sur la priorité aux clients selon laquelle l'administrateur, le dirigeant, l'associé, l'employé ou le mandataire du participant qui saisit l'ordre propre ou l'ordre non-client ne doit pas savoir que l'ordre client n'a pas été saisi. Ces exceptions sont les suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • le client donne des directives précises au participant de retirer la saisie de l'ordre; • le client laisse expressément la saisie de l'ordre à l'appréciation du participant; 		

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<ul style="list-style-type: none"> • le participant retient la saisie de l'ordre client conformément au paragraphe 6.3 des Règles dans le but véritable d'obtenir l'exécution au meilleur cours pour le client; • le client saisit l'ordre directement sur un marché qui n'exige pas la divulgation de l'identificateur du participant dans un affichage consolidé du marché. <p>Dans ces circonstances, Le participant doit avoir des procédures raisonnables en place pour que les renseignements concernant les ordres clients ne soient pas utilisés à mauvais escient au sein de la maison de courtage. Ces procédures varient d'une maison de courtage à l'autre et aucune d'elles ne peut convenir à toutes les maisons de courtage. Si une maison de courtage n'a pas de procédures raisonnables en place, elle ne peut se prévaloir des exceptions. Il est recommandé de se reporter à la Politique 7.1 – Politique concernant les obligations de supervision de la négociation, et, en particulier, l'article 4 – Procédures précises concernant la priorité aux clients et l'exécution au meilleur cours.</p> <p>Si un client a donné des directives à un participant de retenir un ordre ou lui a accordé un pouvoir discrétionnaire à l'égard de la saisie d'un ordre, les détails de la directive ou de l'octroi du pouvoir discrétionnaire doivent être conservés pendant une durée de sept ans à compter de la date des directives ou de l'octroi du pouvoir discrétionnaire et, pendant les deux premières années, le consentement doit être conservé en un lieu facile d'accès.</p>		
<p>Politique 5.3 – Priorité aux clients</p> <p>Article 4 – Consentement du client</p> <p>Un participant n'est pas tenu d'accorder la priorité à un ordre client si le client consent expressément à ce que le participant réalise une transaction avant lui ou en même temps. Le consentement du client doit se rapporter spécifiquement à un ordre déterminé et les détails de l'entente intervenue avec le client doivent être inscrits sur la fiche d'ordre. Un client ne peut donner de consentement global permettant au participant d'exécuter une transaction avant tous ordres futurs que le client peut lui transmettre, ou en même temps que ceux-ci.</p> <p>Si l'ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée moyennant un cours inférieur au meilleur cours vendeur ou supérieur au meilleur cours acheteur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé</p>		

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres « dotés d'un meilleur cours » sur un marché sont comblés avant l'exécution de l'ordre client. Avant d'exécuter l'ordre client, le participant doit s'assurer que le client a connaissance des ordres dotés d'un meilleur cours et a consenti à ce que le participant les exécute par priorité à l'ordre client. Le consentement du client doit être consigné sur la fiche d'ordre.</p> <p>Si le client a donné au participant un ordre qui doit être exécuté à divers moments au cours d'un jour de bourse (p. ex., un ordre <i>valable jour</i>) ou à des cours variés (p. ex., à des cours variés pour se rapprocher d'un prix moyen pondéré en fonction du volume), il est réputé avoir consenti à la saisie des ordres propres et des ordres non-clients qui peuvent se négocier avant le solde de l'ordre client. Sauf si le client a donné des directives permanentes par écrit comme quoi tous les ordres doivent être exécutés à divers moments au cours du jour de bourse ou à des cours variés pendant le jour de bourse, les directives du client devraient être traitées comme se rapportant expressément à un ordre déterminé et les détails des directives de la part du client doivent être consignés sur la fiche d'ordre. Toutefois, si, selon toute attente raisonnable, la partie non saisie de l'ordre client serait susceptible d'avoir une incidence sur le cours du titre, il peut être interdit au participant de saisir des ordres propres ou des ordres non-clients en raison de l'application de la règle sur les transactions en avance sur le marché.</p> <p>Dans certains cas, un client peut donner un consentement conditionnel à ce que le participant réalise des transactions en avance d'un ordre client ou en même temps que celui-ci. Par exemple, un client peut consentir à ce qu'un ordre propre d'un participant partage l'exécution avec l'ordre client à la condition que l'ordre client soit intégralement exécuté d'ici la fin du jour de bourse. Si l'ordre client n'est pas intégralement exécuté, le client peut s'attendre à ce que le participant « abandonne » son exécution dans la mesure nécessaire afin de combler l'ordre client. Dans ce cas, le participant devrait désigner ces ordres comme des ordres « propres » tout au long de la journée. Toute partie de l'exécution qui est abandonnée en faveur du client ne devrait pas faire l'objet d'une application nouvelle sur un marché mais devrait simplement faire l'objet d'une écriture de journal en faveur du client (puisque la condition du consentement n'a pas été respectée, les exécutions en cause pourraient être perçues comme appartenant, en bonne et due forme, à l'ordre client plutôt qu'à l'ordre propre). Dans la mesure où un participant « abandonne » une partie de l'exécution d'un ordre propre en faveur d'un client sur la foi du consentement conditionnel, le participant doit déclarer les détails</p>		

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
de l'« abandon » à l'autorité de contrôle du marché au plus tard à l'ouverture des négociations sur les marchés le jour de bourse suivant. Le consentement conditionnel du client doit se rapporter expressément à l'ordre déterminé. Les détails de l'entente intervenue avec le client doivent être consignés sur la fiche d'ordre.		
<p>Politique 6.1 – Saisie d'ordres sur un marché</p> <p>Article 1 – Exceptions visant certains types d'ordres</p> <p>En dépit du fait que tous les ordres visant un titre moyennant un cours d'au moins un demi-cent-cinquante cents doivent être saisis sur un marché à un cours qui ne comprend pas une fraction ou une partie d'un cent, un ordre qui est saisi sur un marché à titre d'ordre de base, d'ordre au cours du marché ou d'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume peut être exécuté moyennant cet échelon de prix selon ce qui est établi par le marché en vue de l'exécution de tels ordres, à la condition que, <u>et sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le contraire</u>, le marché déclare le prix selon lequel la transaction a été exécutée à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche et, dans l'éventualité où le prix donne lieu à la moitié d'un échelon de cotation, il est arrondi à l'échelon de cotation le plus proche.</p>	<p>TriAct – L'exigence que les cours soient « arrondis » à l'échelon de cotation supérieur aura une incidence directe sur les participants qui publient actuellement les transactions de base, aux cours du marché et fondées sur le CMPV jusqu'à 4 décimales, et les affiche jusqu'à 3 décimales sans arrondissement. Dans la mesure où ces transactions n'établiront pas le <i>dernier cours vendeur</i>, le cours selon lequel elles sont déclarées n'a aucune pertinence d'un point de vue réglementaire et n'est pas tenu d'être prévu dans les RUIIM.</p>	<p>Les modifications apportées à la Règle 6.1 sont destinées à garantir une déclaration normalisée des transactions. Toutefois, dans la mesure où les transactions de base, au cours du marché et fondées sur le CMPV ne fixent pas le <i>dernier cours vendeur</i>, les modifications apportées à la Règle 6.1 prévoient que, dans la mesure où une agence de traitement de l'information ou un fournisseur d'information l'autorise, ces transactions peuvent être déclarées sans être « arrondies » à l'échelon de cotation supérieur.</p>
<p>Questions déterminées à l'égard desquelles des commentaires sont sollicités</p> <p>Des commentaires sont expressément sollicités à l'égard des questions suivantes :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. L'exécution d'un ordre moyennant un cours unique lors d'une séance devrait-il être dispensé des obligations d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2? 2. Toute dispense des obligations d'accorder le « meilleur cours » à l'égard d'un ordre moyennant un cours unique lors d'une séance devrait-elle se limiter : <ol style="list-style-type: none"> a) aux personnes qui étaient des parties à la transaction initiale ayant fixé le « dernier cours » qui a donné lieu aux procédures en vue de découvrir un volume supplémentaire moyennant le cours de cette transaction? 	<p>BMO, Canaccord, GMP, FBN, Scotia et TD – Un ordre moyennant un cours unique lors d'une séance ne devrait pas être dispensé des obligations d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2.</p> <p>ITG, RJ et Shorcan – Un ordre moyennant un cours unique lors d'une séance devrait être dispensé des obligations d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2.</p> <p>BMO, ITG, FBN, Scotia, TD et TSX – Si un ordre moyennant un cours unique lors d'une séance n'est pas dispensé des obligations d'accorder le « meilleur cours », l'obligation de combler des ordres dotés d'un meilleur cours devrait se limiter au volume de l'ordre moyennant un cours unique lors d'une séance qui fait l'objet d'une exécution.</p>	<p>SRM ne se propose pas de modifier les dispositions des RUIIM à l'égard d'un ordre moyennant un cours unique lors d'une séance pour l'instant. SRM s'attend à ce que la question des <i>ordres moyennant un cours unique lors d'une séance</i> soit abordée dans le cadre d'une initiative de plus grande envergure entreprise par les ACVM dans le cadre de leur réponse au Document de discussion 23-403 – <i>Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours</i>. SRM présenterait alors des modifications consécutives aux RUIIM en fonction des propositions faites par les ACVM.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>b) aux transactions réalisées dans le délai imparti après l'appariement initial et, le cas échéant, quelle devrait être la durée de ce délai?</p> <p>3. Si l'ordre moyennant un cours unique lors d'une séance n'est pas dispensé des obligations d'accorder le « meilleur cours », l'obligation envers l'ordre doté d'un meilleur cours sur d'autres marchés devrait-elle se limiter au volume de l'ordre moyennant un cours unique lors d'une séance qui est exécuté?</p>	<p>ITG et TSX – La dispense des obligations d'accorder le « meilleur cours » à l'égard d'un ordre moyennant un cours unique lors d'une séance devrait être disponible uniquement aux parties qui ont donné lieu à la séance.</p> <p>TSX – Au cours de la période durant laquelle les enchères permanentes d'un marché sont en cours, il ne devrait y avoir aucune dispense des obligations d'accorder le « meilleur cours ». Toutefois, lorsque les enchères permanentes s'achèvent et que la possibilité de négocier dans le cadre de la séance subséquente existe, les ordres moyennant un cours unique lors d'une séance devraient être dispensés des obligations d'accorder le « meilleur cours ».</p> <p>RJ et Shorcan – La dispense des obligations d'accorder le « meilleur cours » devrait idéalement comprendre les contreparties qui ne participent pas à l'établissement du cours initial. 90 secondes suffisent afin d'établir la quantité intégrale aux termes du protocole d'expansion des négociations.</p> <p>ITG – L'auteur du commentaire n'est pas opposé à l'idée de permettre jusqu'à 2 minutes afin d'« exécuter » l'opération subséquente.</p> <p>GMP – L'obligation envers les ordres dotés de meilleurs cours sur d'autres marchés devrait se limiter au moindre du volume de l'ordre moyennant un cours unique lors d'une séance qui a fait l'objet d'une exécution ou du volume des ordres divulgués sur d'autres marchés qui ont été contournés.</p>	

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
<p>Commentaires généraux</p>	<p>BMO – Compte tenu du fait que des modifications supplémentaires à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux règles de négociation des ACVM peuvent être proposées au moment de la finalisation de l'étude consécutive au Document de discussion 23-403, il est prématuré pour SRM de modifier les RUIM actuellement.</p>	<p>Dès la publication par les ACVM de toutes modifications proposées à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux règles de négociation des ACVM, SRM publiera des Avis relatifs à l'intégrité du marché supplémentaires afin de solliciter des commentaires sur les modifications consécutives proposées aux RUIM et afin de fournir une orientation supplémentaire sur les pratiques de négociation qui peuvent être requises en conséquence directe de la position définitive adoptée par les ACVM à l'égard de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p> <p>Jusqu'à ce que la Norme sur le fonctionnement du marché et les règles de négociation des ACVM soient modifiées, il existe, néanmoins, un besoin de prévoir un cadre complet afin de régir la négociation sur plusieurs marchés. Afin de se conformer aux exigences des ACVM, les modifications apportées aux Politiques prises en vertu de la Règle 5.2 (« meilleur cours ») suppriment comme éléments à prendre en ligne de compte les renseignements disponibles au participant et la question à savoir si le participant est un membre, utilisateur ou adhérent du marché doté du meilleur cours. Les obligations d'accorder le « meilleur cours » aux termes des RUIM demeurent par ailleurs inchangées.</p>
	<p>BMO, Canaccord, CSTA, GMP, FBN, RBC, RJ, Scotia et Torys – L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait être imposée au niveau du marché. De nouveaux marchés devraient être tenus de se raccorder les uns aux autres plutôt que d'imposer la connectivité aux courtiers (méthodologie axée sur le modèle Regulation NMS).</p>	<p>La question des transactions hors cours sera abordée par les ACVM dans le cadre de leur réponse au Document de discussion 23-403 – <i>Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours</i>. La nécessité que les marchés conservent une connectivité a été supprimée de la Norme sur le fonctionnement du marché en 2003 à la suite des recommandations du comité sectoriel.</p>
	<p>BMO, CIBC, GMP, PCI, RJ, Scotia et Torys – Le processus d'approbation des nouveaux marchés devrait obliger la réalisation d'un essai à l'échelle sectorielle avant l'approbation. En l'absence de normes établies, les participants sont tenus d'acheminer des ordres vers des marchés qui peuvent être susceptibles à des questions de fiabilité, des</p>	<p>Les modifications de 2006 portant sur la règle visant les SNP prévoient qu'un marché doit publier les exigences technologiques pendant deux mois avant le début de l'exploitation et fournir des installations d'essai pendant un mois avant le début des activités.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
	<p>problèmes de règlement des transactions et des défaillances technologiques. Un délai insuffisant a été accordé aux courtiers afin de s'assurer que toutes les exigences liées aux systèmes peuvent être abordées et mises à l'épreuve convenablement.</p>	
	<p>BMO et GMP – Les nouveaux marchés ne sont pas tenus de respecter les mêmes normes de planification de la continuité des activités et de relève en cas de sinistre que les participants. Les participants peuvent se trouver en violation du Statut 17.16 (Lignes directrices en matière d'élaboration d'un plan) de l'ACCOVAM en étant tenus de transmettre des ordres à un marché qui ne fait pas preuve de capacités efficaces et éprouvées en matière de continuité des activités.</p>	<p>Les exigences que doivent respecter les nouveaux marchés sont établies par les ACVM aux termes de la Norme sur le fonctionnement du marché. Le Statut 17.16 (Lignes directrices en matière d'élaboration d'un plan) de l'ACCOVAM se rapporte aux fournisseurs de services dont les services sont retenus par le courtier et ne s'appliquent pas aux marchés. Manifestement, SRM ne s'attendrait pas d'un participant qu'il ait une obligation envers les ordres sur un marché qui n'était pas « disponible » en raison de la défaillance de la technologie sur le marché.</p>
	<p>Canaccord, CSTA, IIAC et RJ – En l'absence d'une liste consolidée de données ou d'un système d'acheminement des ordres vers tous les marchés, les transactions et les ordres seront assujettis à une intervention manuelle accrue, ce qui aura une incidence défavorable sur la rapidité d'exécution et la piste de vérification (TREATS).</p>	<p>L'avis du Comité sectoriel était qu'une « solution sectorielle » se présenterait afin de respecter ces exigences. Suivant cette recommandation, les ACVM ont retiré l'exigence qu'il y ait un organisme de regroupement des données et des connexions entre les marchés, dans le cadre des modifications apportées à la Norme sur le fonctionnement du marché en 2003.</p>
	<p>Canaccord et RBC – À l'égard des ordres comblés sur plus d'un marché, les courtiers devraient être autorisés à produire un avis d'exécution unique qui prévoit que « les détails quant au marché sont disponibles moyennant une demande en ce sens ».</p>	<p>L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – <i>Orientation – Exigences en matière de conformité pour la négociation sur plusieurs marchés</i> (30 octobre 2006) prévoit que, si un ordre client visant l'achat ou la vente d'un titre déterminé est exécuté sur plus d'un marché, l'avis d'exécution peut préciser que l'ordre a été exécuté sur plusieurs marchés. Toutefois l'avis d'exécution doit également préciser que les détails de chaque transaction sont disponibles moyennant une demande en ce sens.</p>
	<p>GMP – Pour les ordres exécutés moyennant un cours moyen sur un marché unique, un participant devrait être autorisé à produire un</p>	<p>L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – <i>Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés</i> (30 octobre 2006) confirme que l'avis</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
	<p>avis d'exécution qui, plutôt que d'inclure le marché sur lequel l'ordre a été comblé, prévoit que « le marché est disponible moyennant une demande en ce sens ».</p>	<p>d'exécution doit préciser le marché sur lequel un ordre client a été exécuté s'il a été exécuté sur un marché unique. Cette exigence est compatible avec celle établie aux termes de l'article 36 de la <i>Loi sur les valeurs mobilières</i> (Ontario) et des dispositions comparables des lois en valeurs mobilières des autres territoires.</p>
	<p>GMP et Torys – Les courtiers et les personnes ayant droit d'accès devraient être astreints aux mêmes normes concernant le « meilleur cours » et la « meilleure exécution ».</p>	<p>Ces questions seront abordées par les ACVM dans le cadre de leur réponse au Document de réflexion 23-402 – <i>La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages</i> et au Document de discussion 23-403 – <i>Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours</i>. SRM anticiperait qu'elle apporterait des modifications consécutives aux RUIM qui peuvent se révéler nécessaires afin de s'harmoniser aux dispositions adoptées par les ACVM.</p>
	<p>GMP – Tous les marchés devraient être tenus d'accueillir des identificateurs exigés par les RUIM.</p>	<p>À titre de principe général, les marchés devraient permettre d'accueillir des identificateurs qui sont pertinents à la négociation réalisée sur ce marché.</p>
	<p>GMP et RBC – Les autorités de réglementation devraient exiger que les nouveaux marchés soient tenus, comme condition de leur approbation, de se doter d'heures de négociation, de règles, de capacités systémiques et de liens vers des marchés qui sont compatibles.</p>	<p>L'approbation des nouveaux marchés relève des ACVM. Les différences quant aux heures de négociation, aux plates-formes de négociation et aux structures des divers nouveaux marchés sont fondées sur les plans d'affaires des marchés, qui constituent le résultat de l'objectif recherché par les ACVM de favoriser un paysage concurrentiel canadien. Les RUIM prévoient des règles normalisées relatives à l'intégrité du marché qui s'appliquent à tous les marchés, indépendamment du modèle commercial adopté par le marché déterminé.</p>
	<p>IIAC et Torys – Les avis des ACVM et de SRM contiennent des dispositions de fond qui donnent lieu à des modifications considérables à la structure sectorielle sans prévoir une possibilité de rétroaction de la part du secteur ou un délai d'exécution suffisant en vue d'élaborer des systèmes au sein des participants.</p>	<p>Les modifications proposées aux RUIM, pour la plupart, ont été publiées par SRM en vue d'une consultation publique au mois de juin 2005 ou auparavant. Les modifications à la « meilleure exécution » étaient destinées à assurer l'harmonisation avec les exigences des ACVM découlant des modifications apportées à la Norme sur le fonctionnement du marché et aux règles de négociation des ACVM en 2003 qui, en partie, étaient fondées sur les recommandations du Comité sectoriel. SRM a indiqué dans des publications à l'époque que des modifications supplémentaires aux RUIM seraient proposées en conséquence précisément du lancement de nouveaux marchés.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications révisées (mise en évidence des modifications par rapport à la proposition initiale relative aux marchés concurrentiels)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de SRM au commentaire et commentaires supplémentaires de la part de SRM
	<p>PCI, TD et Torys – Un délai de grâce est nécessaire afin d'élaborer une technologie d'acheminement et d'établir une surveillance réglementaire convenable au sein des participants.</p>	<p>Les règles proposées régissant la fonction Pure Trading ont été publiées en vue de recueillir des commentaires en octobre 2005. Au début de 2006, les ACVM ont convoqué un symposium sur les diverses questions technologiques se rapportant aux différentes méthodologies afin d'aborder l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Les participants et les fournisseurs de services ont indiqué que des solutions technologiques seraient disponibles et se sont fiés fortement à la notion que cette technologie était alors facilement disponible aux États-Unis. SRM s'attend des participants qu'ils « fassent tout leur possible » afin d'être en mesure de se conformer aux exigences des RUIM au moment du lancement de tout nouveau marché.</p>
	<p>RBC – Des offres publiques de rachat dans le cours normal seront-elles réalisées sur des marchés autres que la TSX, et, le cas échéant, quelles règles s'appliqueront?</p>	<p>Les dispositions régissant les offres publiques de rachat dans le cours normal sont énoncées dans les lois en valeurs mobilières qui, en plus de prévoir une dispense déterminée dans la loi sur les valeurs mobilières, permet de se fier aux règles établies par les bourses à l'égard des titres inscrits. Même si un participant peut effectuer des achats sur tout marché en fonction du meilleur cours vendeur disponible (à l'instar des achats qui sont présentement effectués aujourd'hui sur NASDAQ ou la Bourse de New York), tous ces achats doivent s'effectuer conformément aux exigences de la bourse à laquelle les titres sont inscrits ou de la législation en valeurs mobilières applicable dépendant de la dispense dont on se prévaut dans le cadre de l'offre publique de rachat dans le cours normal.</p>
	<p>Scotia – Cet auteur de commentaire se dit préoccupé du fait qu'il n'existe aucune exigence constante en matière de piste de vérification sur tous les marchés. Certains marchés ne mettent pas à la disposition des intervenants l'heure de saisie des ordres ou l'heure de la réception des ordres, ce qui rend la tâche difficile aux courtiers qui sont appelés à assurer une surveillance à l'égard des transactions en avance sur le marché, de la priorité aux clients ou de la meilleure exécution.</p>	<p>Les transactions en avance sur le marché, la priorité au client et la meilleure exécution seront évaluées aux fins des RUIM en fonction des mesures prises par le participant au moment de la saisie de l'ordre (et non au moment où le marché reçoit un ordre ou en accuse réception). Les exigences en matière de données à l'égard d'un participant sont établies par la Partie 11 des règles de négociation des ACVM tandis que les exigences à l'égard d'un marché sont énoncées à la Partie 11 de la Norme sur le fonctionnement du marché.</p>