

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») – Projet de modification concernant les marchés transparents non protégés et la Règle sur la protection des ordres

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par l'OCRCVM, de modifications des RUIIM (le « projet »). Le projet tiendrait compte des modalités en vertu desquelles la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a approuvé les modifications apportées aux politiques de négociation d'Alpha Exchange Inc. en vue d'appliquer un délai de traitement systématique (un ralentisseur) à tous les ordres autres que les ordres « destinés uniquement à l'affichage ». Le projet permettrait à un participant ou une personne ayant droit d'accès de tenir compte uniquement des ordres affichés sur des marchés protégés pour déterminer si une exigence des RUIIM qui renvoie au « meilleur cours vendeur », au « meilleur cours acheteur » ou au « meilleur cours » a été respectée, sauf dans deux situations précises liées à la meilleure exécution et à l'exécution d'ordres clients pour compte propre. Le projet cadrerait également avec le projet des ACVM visant à modifier les dispositions de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* qui portent sur l'interprétation du terme « ordre protégé » qui a été publié le 12 juin 2015.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires doivent en transmettre une copie, au plus tard le 13 juillet 2015, à :

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Serge Boisvert
Analyste à la réglementation
Direction principale de l'encadrement des structures de marché
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4358
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : serge.boisvert@lautorite.qc.ca

AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles Appel à commentaires RUIM

Destinataires à l'interne :
Affaires juridiques et conformité
Haute direction
Institutions
Pupitre de négociation

Date limite pour les commentaires : 13 juillet 2015

Personne-ressource :

Sonali GuptaBhaya

Avocate principale aux politiques

Politique de réglementation des marchés

Téléphone : 416 646-7272

Télécopieur : 416 646-7265

Courriel : sguptabhaya@iiroc.ca

15-0129

Le 12 juin 2015

Projet de modification concernant les marchés transparents non protégés et la Règle sur la protection des ordres

Récapitulatif

L'OCRCVM publie un projet de modification des RUIM (le **Projet de modification**) qui tiendrait compte des modalités en vertu desquelles la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (**CVMO**) a approuvé les modifications apportées aux politiques de négociation d'Alpha Exchange Inc. (**Alpha**) en vue d'appliquer un délai de traitement systématique (dit **ralentisseur**) à tous les ordres autres que les ordres « destinés uniquement à l'affichage »¹. Plus précisément, la CVMO a imposé une condition (la **condition imposée par la CVMO**) selon laquelle les ordres affichés dans le registre des ordres d'Alpha ne seront pas considérés comme protégés en vertu de la Règle sur la protection des ordres (**RPO**) énoncée dans la partie 6 du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (la Norme canadienne 23-101 ailleurs qu'au Québec) (les **règles de négociation**)². Le Projet de

¹ Avis du personnel de la CVMO – *Notice of Commission Approval of Proposed Changes to Alpha Exchange Inc.*, publié dans (2015) 38 OSCB 4045 (l'**Avis du personnel de la CVMO**).

² L'Avis de l'OCRCVM [14-0124](#) – Avis sur les règles – Appel à commentaires – *Dispositions proposées concernant la Règle sur la protection des ordres* (14 mai 2014) décrit un projet de modification des RUIM qui cadrerait avec le projet des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (**ACVM**) visant à modifier les dispositions des règles de négociation qui portent sur la protection des ordres (le **projet de**



modification cadrerait également avec le projet des ACVM visant à modifier les dispositions de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* qui portent sur l'interprétation du terme « ordre protégé » (le **projet de modification des ACVM**) qui est publié aujourd'hui.

Pour la première fois, en raison de la condition imposée par la CVMO, un marché affichera des ordres qui ne seront pas considérés comme protégés contre les transactions hors cours en vertu de la RPO.

Afin de tenir compte de ce changement, le Projet de modification :

- modifie la définition du terme « marché protégé » afin que celui-ci désigne un marché qui affiche les ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ». Cette modification permettrait de tenir compte de tout changement futur que les ACVM pourraient adopter relativement à la question de savoir si un ordre est considéré comme un « ordre protégé » en vertu des règles de négociation;
- précise que le « meilleur cours vendeur » et le « meilleur cours acheteur » sont déterminés d'après les ordres affichés sur un marché protégé;
- confirme qu'un « ordre de contournement » peut être saisi sur tout marché qui affiche les ordres et pas seulement sur un marché protégé;
- confirme qu'un participant doit tenir compte des ordres affichés sur un marché qui n'est pas protégé, *s'il dispose d'une telle information*, lorsqu'il détermine si un ordre client pour compte propre est exécuté au meilleur cours connu;
- apporte plusieurs modifications corrélatives à certaines dispositions;
- apporte une modification rédactionnelle pour permettre aux marchés d'utiliser le dernier cours vendeur du marché sur lequel un titre est coté pour déterminer la taille d'une unité de négociation standard d'un titre.

L'incidence la plus importante du Projet de modification est que celui-ci permettrait à un participant ou une personne ayant droit d'accès de tenir compte uniquement des ordres affichés sur des marchés protégés pour déterminer si une exigence des RUIM qui renvoie au « meilleur cours vendeur », au « meilleur cours acheteur » ou au « meilleur cours » a été respectée, sauf dans deux situations précises liées :

- à la meilleure exécution (se reporter à la rubrique 2.4 du présent avis);

modification de la RPO des ACVM) (se reporter au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers [2014], vol. 11, n° 19, section 7.2). Le projet de modification de la RPO des ACVM prévoit, entre autres, que les ordres visibles saisis sur un marché qui respecte ou dépasse un seuil lié à la part de marché établi par les ACVM seront protégés. Étant donné que le projet de modification présenté dans l'Avis de l'OCRCVM 14-0124 est semblable au Projet de modification, l'OCRCVM l'a retiré au moment de soumettre le Projet de modification aux autorités de reconnaissance (définies ci-dessous).



- à l'exécution d'ordres clients pour compte propre (se reporter à la rubrique 1.3 du présent avis).

Si les autorités de reconnaissance approuvent le Projet de modification³, l'OCRCVM s'attend à ce que les modifications entrent en vigueur au moment de la publication de l'avis d'approbation.

Envoi des commentaires

L'OCRCVM sollicite des commentaires sur tous les aspects du Projet de modification, y compris toute question qui n'y est pas abordée. Les commentaires sur le Projet de modification doivent être faits par écrit et transmis au plus tard le **13 juillet 2015** à :

Sonali GuptaBhaya
Avocate principale aux politiques, Politique de réglementation des marchés
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
121, rue King Ouest
Bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 3T9
Courriel : sguptabhaya@iroc.ca

Il faut également transmettre une copie aux autorités de reconnaissance à l'adresse suivante :

Susan Greenglass
Directrice, Réglementation du marché
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Bureau 1903, C.P. 55,
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Il est porté à l'attention des personnes qui présentent des lettres de commentaires qu'une copie de leur lettre de commentaires sera mise à la disposition du public sur le site Internet de l'OCRCVM, à l'adresse www.ocrcvm.ca.

³ L'OCRCVM est un organisme d'autoréglementation reconnu par chacune des autorités provinciales canadiennes en valeurs mobilières (les **autorités de reconnaissance**).



Avis sur les règles – Table des matières

1.	Exposé du Projet de modification	5
1.1	<i>Résumé du Projet de modification</i>	5
1.2	<i>Définitions</i>	5
1.2.1	<i>Définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur »</i>	5
1.2.2	<i>Définition d'« ordre de contournement »</i>	6
1.2.3	<i>Définition de « marché protégé »</i>	6
1.3	<i>Exécution d'ordres clients pour compte propre</i>	7
1.4	<i>Modifications corrélatives</i>	8
1.4.1	<i>Interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur »</i>	8
1.4.2	<i>Clarification des pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché</i>	8
1.4.3	<i>Précisions concernant l'exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle</i>	8
1.4.4	<i>Priorité aux clients</i>	9
1.5	<i>Modification rédactionnelle – Cours servant à établir les « unités de négociation standard »</i>	9
2.	<i>Analyse</i>	10
2.1	<i>Approbation par la CVMO des modifications touchant Alpha</i>	10
2.2	<i>Projet de modification des ACVM</i>	10
2.3	<i>Incidence sur la diffusion des ordres</i>	11
2.4	<i>Incidence sur la meilleure exécution</i>	11
3.	<i>Effets du Projet de modification</i>	12
3.1	<i>Effets sur les participants et les personnes ayant droit d'accès</i>	12
3.2	<i>Effets sur les marchés</i>	13
3.3	<i>Autres effets</i>	13
4.	<i>Plan de mise en œuvre</i>	13
5.	<i>Processus d'élaboration des politiques</i>	13
5.1	<i>Objectif réglementaire</i>	13
5.2	<i>Processus réglementaire</i>	13
Annexe A –	<i>Projet de modification des RUIM</i>	15
Annexe B –	<i>Libellé des RUIM reproduisant le Projet de modification</i>	18



1. Exposé du Projet de modification

1.1 Résumé du Projet de modification

En raison de la condition imposée par la CVMO, Alpha sera le premier marché transparent au Canada à afficher des ordres qui ne seront pas considérés comme « protégés » en vertu de la RPO. Le Projet de modification assurerait que cette modification est adéquatement prise en compte dans les RUIM, principalement :

- en reformulant la définition de « marché protégé » pour qu'elle tienne compte des marchés sur lesquels les ordres sont considérés comme des « ordres protégés » en vertu des règles de négociation;
- en modifiant la définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur » pour la limiter aux ordres affichés sur un marché protégé.

1.2 Définitions

1.2.1 Définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur »

À l'heure actuelle, la définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur » qui figure dans les RUIM se base sur le cours sur un marché tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché. Compte tenu de la condition imposée par la CVMO et du projet de modification des ACVM, l'OCRCVM estime qu'il conviendrait de limiter la définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur » aux ordres affichés sur un « marché protégé » puisque ce sont ces ordres qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès doit prendre en compte pour empêcher les transactions hors cours.

Les expressions « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur » sont utilisées dans l'ensemble des RUIM, notamment :

- a. dans la définition :
 - de « meilleur cours acheteur indépendant » (qui sert à déterminer les activités de stabilisation du marché permises aux termes du paragraphe 7.7),
 - de « meilleur cours »⁴,
 - de « titre relié »,
 - de « transaction désignée »;

⁴ Au sens des RUIM, « meilleur cours » s'entend, à l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre visant un titre donné, d'un cours :
a) inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours vendeur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'un achat; toutefois, si le meilleur cours acheteur est inférieur de un échelon de cotation au meilleur cours vendeur, le cours doit être inférieur d'au moins un demi-échelon de cotation;
b) supérieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours acheteur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'une vente; toutefois, si le meilleur cours vendeur est supérieur de un échelon de cotation au meilleur cours acheteur, le cours doit être supérieur d'au moins un demi-échelon de cotation.



- b. dans les dispositions :
- de l'article 2 de la Politique 2.1 concernant l'exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle,
 - du paragraphe 5.2 concernant l'obligation de meilleure exécution,
 - de la Politique 5.3 concernant la priorité aux clients,
 - du paragraphe 6.6 concernant l'amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible,
 - du paragraphe 7.4 concernant le registre officiel d'un ordre,
 - du paragraphe 8.1 et de la Politique 8.1 concernant l'exécution d'ordres clients pour compte propre;
- c. dans la détermination de la valeur d'un ordre pour l'application :
- du paragraphe 6.3 (Diffusion des ordres),
 - du paragraphe 6.4 (Obligation de négocier sur un marché),
 - du paragraphe 8.1 (Exécution d'ordres clients pour compte propre);
- d. dans l'interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur » conformément à l'alinéa 1.2(8) (Interprétation).

1.2.2 Définition d'« ordre de contournement »

La définition actuelle d'« ordre de contournement » prévoit l'exécution d'un ordre sur un marché protégé. Un ordre de contournement est conçu de façon à ne pouvoir être exécuté contre la liquidité invisible sur un marché ou la liquidité sur le marché fournie par divers ordres hors des circuits habituels. Un ordre de contournement est un ordre qui fait partie d'une transaction désignée ou qui vise à respecter les exigences des RUIIM (qui intègrent par renvoi l'obligation imposée par la RPO de ne pas procéder à des transactions hors cours). Le Projet de modification reconnaît expressément qu'un ordre de contournement pourrait être exécuté sur un marché transparent autre qu'un « marché protégé ». Bien que la RPO n'impose aucune obligation envers les ordres affichés sur un marché non protégé, une transaction désignée pourrait être exécutée sur un tel marché. En vertu du Projet de modification, lors de son exécution sur un marché non protégé, l'ordre devrait être négocié contre les ordres qui sont affichés sur ce marché et qui auraient fait partie du volume déclaré si ce marché avait été un marché protégé.

1.2.3 Définition de « marché protégé »

À l'heure actuelle, selon les RUIIM, « marché protégé » s'entend d'un marché :

- qui diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique à l'agence de traitement de l'information ou à un ou plusieurs fournisseurs



d'information conformément au *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (la Norme canadienne 21-101 ailleurs qu'au Québec);

- qui autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;
- qui assure une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée;
- qui assure un appariement des ordres et une exécution des transactions pleinement automatisés.

En vertu du Projet de modification, la définition de « marché protégé » serait modifiée de manière à s'appliquer aux marchés qui affichent des ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ». Cette modification reformule la définition de « marché protégé » qui figure dans les RUIM pour qu'elle tienne compte des marchés sur lesquels les ordres sont considérés comme des « ordres protégés » par les ACVM. Cette modification tiendrait également compte de tout changement futur que les ACVM pourraient adopter relativement à la question de savoir si un ordre est considéré comme un « ordre protégé » en vertu des règles de négociation.

L'application du Projet de modification, conjointement avec la condition imposée par la CVMO, impliquerait qu'Alpha ne serait pas un « marché protégé ». Soulignons que La Neo Bourse Aequitas Inc. applique actuellement un ralentisseur à certains ordres reçus par le registre Neo Book; cependant, les ordres affichés dans le registre Neo Book sont actuellement considérés comme des « ordres protégés » en vertu des règles de négociation et, par conséquent, le registre Neo Book est considéré comme un « marché protégé » aux fins des RUIM. Cependant, si le projet de modification des ACVM est mis en œuvre, les ordres contenus dans le registre Neo Book ne seront pas considérés comme des « ordres protégés » et, par conséquent, le registre Neo Book ne satisfera pas à la définition de « marché protégé » qui figure dans les RUIM.

1.3 Exécution d'ordres clients pour compte propre

En vertu du paragraphe 8.1 des RUIM, sous réserve de certaines exceptions, un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard ayant une valeur d'au plus 100 000 \$ peut être exécuté contre un ordre propre ou un ordre non-client du participant à un meilleur cours « à condition [que le participant] ait pris des mesures raisonnables pour s'assurer que le cours est le meilleur cours disponible pour le client selon la conjoncture du marché ».

Suivant le Projet de modification, lorsqu'il établit le meilleur cours connu, le participant devrait tenir compte des cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information. Un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1 en vertu du Projet de modification :

- s'il exécute un ordre client contre un ordre propre ou un ordre non-client à un « meilleur cours » déterminé d'après les ordres affichés sur les marchés protégés qui se



révèle inférieur au cours qui aurait été à la disposition du client sur un marché affiché qui n'est pas un marché protégé;

- s'il exécute un ordre propre ou un ordre non-client, en totalité ou en partie, contre l'ordre affiché sur le marché non protégé (à un meilleur cours que celui que le participant procure au client).

1.4 Modifications corrélatives

Le Projet de modification apporte plusieurs modifications corrélatives, dont les suivantes :

1.4.1 Interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur »

Selon l'alinéa 1.2(8) (Interprétation) des RUIM, aux fins d'établir le meilleur cours vendeur ou le meilleur cours acheteur à un moment donné, il y a lieu de se reporter aux ordres contenus dans un affichage consolidé du marché pour un marché qui est alors ouvert aux fins de négociation et à l'égard duquel la négociation d'un titre déterminé sur le marché n'a pas été :

- soit interrompue, suspendue ou retardée à des fins réglementaires conformément au paragraphe 9.1;
- soit interrompue, suspendue ou retardée conformément à une règle du marché ou à une exigence du marché.

Par souci d'uniformité, le Projet de modification précise qu'il y a lieu de se reporter uniquement aux ordres sur un « marché protégé ».

1.4.2 Clarification des pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché

En vertu de la RPO, chaque marché a l'obligation d'empêcher sur celui-ci les transactions hors cours. Lorsqu'un participant désigne un ordre comme « ordre à traitement imposé », l'obligation du marché d'empêcher les transactions hors cours est reportée sur le participant qui a saisi l'ordre. Le Projet de modification du paragraphe 10.9 précise qu'un responsable de l'intégrité du marché a notamment le pouvoir d'exiger qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès exécute tout ordre en attente faisant partie du volume déclaré qui a fait l'objet d'une transaction hors cours lorsque le participant ou la personne ayant droit d'accès ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 de la RPO pour empêcher une transaction hors cours.

1.4.3 Précisions concernant l'exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle

L'article 2 de la Politique 2.1 expose la marche à suivre pour exécuter une transaction organisée au préalable ou une application intentionnelle en tant que « transaction



désignée »⁵. L'exemple de la façon dont une transaction désignée serait traitée se fonde sur l'hypothèse que tous les marchés transparents sont des « marchés protégés ». Le Projet de modification précise les exigences applicables relativement à l'exécution d'une transaction désignée, peu importe que la transaction désignée soit exécutée sur un « marché protégé » ou sur tout autre marché qui affiche les renseignements sur les ordres dans un affichage consolidé du marché. Plus précisément, nous prévoyons de modifier l'exemple fourni dans l'article 2 de la Politique 2.1 pour préciser qu'une transaction désignée peut être exécutée sur un marché si les conditions suivantes sont réunies : i) les ordres à meilleur cours affichés sur ce marché sont exécutés avant l'exécution de la transaction désignée; ii) les ordres à meilleur cours inclus dans le volume déclaré sur les marchés protégés sont exécutés en même temps que l'exécution de la transaction désignée ou immédiatement après.

1.4.4 Priorité aux clients

À l'heure actuelle, selon l'article 4 de la Politique 5.3 des RUIM, si un ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée à un cours inférieur au meilleur cours acheteur ou supérieur au meilleur cours vendeur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres à un meilleur cours sur un marché sont exécutés avant l'ordre client. Le Projet de modification modifie cette disposition pour indiquer que seuls les ordres à un « meilleur cours » sur un marché protégé doivent être exécutés avant l'ordre client.

1.5 Modification rédactionnelle – Cours servant à établir les « unités de négociation standard »

À l'heure actuelle, l'alinéa 1.2(5) des RUIM prévoit que l'établissement du cours auquel un titre est négocié aux fins de la définition d'une « unité de négociation standard » se fonde sur le dernier cours vendeur du titre le jour de bourse précédent. Le dernier cours vendeur peut être établi par une transaction sur un marché quelconque, y compris les transactions pouvant être exécutées en dehors des principales heures de négociation, soit de 9 h 30 à 16 h (HNE).

L'OCRCVM sait que les marchés utilisent généralement le dernier cours vendeur du marché sur lequel un titre est coté pour déterminer la taille d'une unité de négociation standard d'un titre. Le Projet de modification permet expressément cette pratique.

⁵ Dans le cadre du projet de consolidation des Règles de l'OCRCVM (se reporter à l'Avis de l'OCRCVM [13-0275](#) – *Republication du Projet de consolidation des règles de mise en application, de procédures, d'examen et d'autorisation de l'OCRCVM* (14 novembre 2013) (les **règles de mise en application consolidées**), le paragraphe 2.1 et la Politique 2.1 des RUIM seraient abrogés et remplacés i) par une nouvelle Règle consolidée 1400 qui intégrerait l'actuel article 1 de la Règle 29 des courtiers membres et ii) par un nouveau paragraphe 2.1 des RUIM. Le nouveau paragraphe 2.1 des RUIM reprendrait sous forme de règle les exemples particuliers d'activités inacceptables actuellement décrits dans la Politique 2.1. Les parties de l'actuel article 2 de la Politique 2.1 qui seraient modifiées aux termes du Projet de modification fournissent des détails qui ne sont pas inclus dans le projet de paragraphe 2.1 présenté dans l'Avis de l'OCRCVM 13-0275. Par conséquent, les modifications apportées à la Politique 2.1 qui prendront effet au moment de la mise en œuvre du Projet de modification seront, au bout du compte, remplacées par les dispositions moins détaillées du paragraphe 2.1 des RUIM lorsque les règles de mise en application consolidées prendront effet.



2. Analyse

2.1 Approbation par la CVMO des modifications touchant Alpha

Le 16 avril 2015, la CVMO a approuvé, sous réserve de certaines conditions, les modifications apportées aux politiques de négociation d'Alpha. Ces modifications ont trait à la mise en place d'un ralentisseur à l'égard de tous les ordres autres que les ordres « destinés uniquement à l'affichage » qui sont reçus par Alpha. Selon une des conditions imposées par la CVMO, les ordres affichés dans le registre d'ordres d'Alpha ne seront pas considérés comme des « ordres protégés » en vertu de la RPO. La RPO oblige les marchés à établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher les transactions « hors cours ». La RPO impose une obligation semblable aux participants au marché qui se sont engagés à respecter la RPO en utilisant des ordres à traitement imposé. Comme il l'indique dans son avis, le personnel de la CVMO considérera les politiques et procédures d'un participant au marché comme « raisonnablement conçues » pour empêcher les transactions hors cours si elles indiquent que les ordres ne seront pas acheminés pour exécution contre des ordres dotés de meilleur cours affichés dans Alpha lorsque le ralentisseur sera mis en place. En raison de la condition imposée par la CVMO, Alpha sera le premier marché transparent au Canada à afficher des ordres qui ne seront pas considérés comme « protégés » en vertu de la RPO. Le Projet de modification vise à faire en sorte que les RUIM soient adaptées à un environnement caractérisé par des marchés transparents protégés et non protégés.

2.2 Projet de modification des ACVM

Le projet de modification des ACVM modifie l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* afin d'y inclure une interprétation liée à l'application de la RPO aux marchés qui imposent un ralentisseur à l'égard des ordres reçus par le marché. Plus précisément, le projet de modification des ACVM précise qu'un marché ne fournit pas de « fonctionnalité automatisée » lorsqu'il soumet le traitement des ordres à un ralentisseur (que celui-ci s'applique à tous les ordres ou à certains ordres seulement) qui empêche un ordre saisi sur ce marché d'être exécuté immédiatement contre le volume affiché. Par conséquent, au moment de la mise en œuvre du projet de modification des ACVM, aucun des ordres sur un marché qui a mis en place un délai systématique de traitement des ordres ne sera considéré comme un « ordre protégé » en vertu des règles de négociation. Comme dans le cas de la condition imposée par la CVMO, le projet de modification des ACVM permettra l'existence d'un marché transparent non protégé et le Projet de modification modifiera les RUIM pour tenir compte de ce scénario.



2.3 Incidence sur la diffusion des ordres

Le Projet de modification ne modifie pas l'obligation de diffusion de certains ordres clients qui incombe à un participant en vertu du paragraphe 6.3 des RUIIM. Selon ce paragraphe, un participant saisit immédiatement aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (la Norme canadienne 21-101 ailleurs qu'au Québec) un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre coté. Si le Projet de modification est approuvé, les ordres pourront continuer d'être saisis sur tout marché qui affiche les ordres, que celui-ci réponde ou non à la définition de « marché protégé ».

2.4 Incidence sur la meilleure exécution

La question de savoir si un marché est « protégé » aux fins de la RPO est distincte de celle de savoir si, selon un participant, un marché doit être pris en compte aux fins de l'obtention de la meilleure exécution des ordres clients conformément au paragraphe 5.1 des RUIIM.

Un participant obtient la meilleure exécution en adhérant aux politiques et procédures qu'il a adoptées dans le but de « s'efforcer avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances »⁶. Ces politiques et procédures doivent être révisées au moins une fois par an, et plus fréquemment s'il y a lieu, notamment lorsque des changements sont survenus sur les marchés ou relativement à leur structure. Cet examen peut être fondé sur l'historique des ordres et sur les détails des opérations émanant des marchés, y compris de ceux pour lesquels le participant ne reçoit pas de données en temps réel et auxquels il n'a pas accès en qualité de membre, d'utilisateur ou d'adhérent.

L'article 2 de la Politique 5.1 (Meilleure exécution d'ordres clients) précise qu'un des facteurs à examiner pour établir si un participant s'est acquitté avec diligence de l'obligation de meilleure exécution d'un ordre client est la question de savoir si le participant a tenu compte d'ordres sur un marché qui a démontré qu'il disposera fort probablement de liquidités à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client. Étant donné l'apparition de marchés transparents non protégés, un participant doit par conséquent examiner, dans ses politiques et procédures visant la meilleure exécution d'un ordre client, si un marché transparent qui n'est pas un « marché protégé » doit être pris en compte s'il a démontré qu'il disposera fort probablement de liquidités à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client.

⁶ En 2013, l'OCRCVM a réalisé un sondage auprès des participants et des autres courtiers en placement qui exécutent ou traitent sur le marché, pour le compte de leurs clients, des opérations sur des titres cotés, afin de dresser un tableau des pratiques qu'ils emploient pour obtenir la meilleure exécution des ordres clients; nous utilisons les résultats de ce sondage pour élaborer un projet de modification portant sur les pratiques de meilleure exécution.



Ni les règles de négociation des ACVM ni les RUIM n'exigent d'un participant qu'il ait accès, directement ou indirectement, aux négociations sur tous les marchés. Il revient au participant d'en décider, dans le contexte de la recherche de la meilleure exécution des ordres des clients et du respect des autres exigences réglementaires applicables, dont la RPO. Chaque participant peut avoir différents modèles de fonctionnement et types de clients; ses politiques et procédures peuvent donc varier selon ses secteurs d'activité ou ses pupitres de négociation. Aux fins de la conformité avec la RPO, il n'est pas obligatoire que les mécanismes d'acheminement des ordres utilisés par le participant ou la personne ayant droit d'accès tiennent compte des ordres affichés sur un marché non protégé. Cependant, si le participant détermine que le respect des règles de meilleure exécution exige qu'il accède aux ordres affichés sur un marché non protégé, les décisions de son mécanisme d'acheminement des ordres doivent alors tenir compte des ordres affichés sur ce marché non protégé.

3. Effets du Projet de modification

3.1 Effets sur les participants et les personnes ayant droit d'accès

L'incidence la plus importante de l'adoption du Projet de modification sur les participants et les personnes ayant droit d'accès est qu'il permettrait à un participant ou une personne ayant droit d'accès de tenir compte uniquement des ordres affichés sur des marchés protégés pour déterminer si une exigence des RUIM qui renvoie au « meilleur cours vendeur », au « meilleur cours acheteur » ou au « meilleur cours » a été respectée⁷, sauf dans deux situations précises liées à la meilleure exécution et à l'exécution d'ordres clients pour compte propre⁸.

De façon générale, si le Projet de modification est adopté, un participant ou une personne ayant droit d'accès pourra modifier ses systèmes, y compris ses systèmes automatisés de production d'ordres, pour tenir compte uniquement des ordres affichés sur des marchés protégés. Cependant, selon l'activité du participant et la liquidité disponible à l'égard de titres donnés sur un marché qui n'est pas protégé, un participant pourrait déterminer qu'il doit continuer de tenir compte des ordres affichés sur ce marché non protégé pour s'acquitter de ses obligations de meilleure exécution. De plus, si un participant exécute un ordre client contre un ordre propre ou un ordre non-client, il doit tenir compte du cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information, pour déterminer si le client obtient le meilleur cours connu.

⁷ Par exemple, les exigences relatives à l'amélioration du cours imposées par les règles sur la diffusion des ordres clients et la négociation des ordres invisibles ne se fonderont plus sur le meilleur cours acheteur ou vendeur provenant de chaque marché visible, mais uniquement sur les cours établis d'après les ordres affichés sur les marchés protégés.

⁸ Se reporter en particulier :

- à la sous-rubrique 2.4 du présent avis concernant le paragraphe 5.1 des RUIM, qui traite de l'obligation de meilleure exécution;
- à la sous-rubrique 1.3 du présent avis concernant le paragraphe 8.1 des RUIM, qui traite de l'exécution d'ordres clients pour compte propre.



3.2 Effets sur les marchés

L'incidence la plus importante de l'adoption du Projet de modification sur les marchés est que la définition de « marché protégé » qui figure dans les RUIM serait formulée de manière à tenir spécifiquement compte de la question soulevée par les ACVM de savoir si les ordres saisis sur un marché sont des « ordres protégés » en vertu des règles de négociation. Le fonctionnement des marchés transparents non protégés obligera chaque marché à réviser et modifier les politiques et procédures qu'il a établies pour raisonnablement empêcher les transactions hors cours.

3.3 Autres effets

L'OCRCVM devra modifier son système de conformité et de surveillance afin de tenir compte du fonctionnement des marchés transparents non protégés si le Projet de modification est mis en œuvre.

4. Plan de mise en œuvre

S'il est approuvé, le Projet de modification prendrait effet au moment de la publication de l'avis d'approbation.

5. Processus d'élaboration des politiques

5.1 Objectif réglementaire

Le Projet de modification cadrerait avec la condition imposée par la CVMO et le projet de modification des ACVM afin d'assurer que la nouvelle structure des marchés, y compris les marchés non transparents non protégés, est adéquatement prise en compte dans les RUIM.

5.2 Processus réglementaire

Le conseil d'administration de l'OCRCVM (le conseil) a déterminé que le Projet de modification est d'intérêt public et, le 13 mai 2015, a approuvé sa publication dans le cadre d'un appel à commentaires.

Après avoir examiné les commentaires sur le Projet de modification reçus en réponse au présent appel à commentaires ainsi que les commentaires des autorités de reconnaissance, l'OCRCVM peut recommander d'apporter des révisions au Projet de modification. Si les révisions ne sont pas importantes, le conseil a autorisé le président à les approuver au nom de



l'OCRCVM, et le Projet de modification, dans sa version révisée, sera soumis à l'approbation des autorités de reconnaissance. Si les révisions sont importantes, le Projet de modification, dans sa version révisée, sera soumis au conseil, qui approuvera sa nouvelle publication.

Faute de temps, le Comité consultatif sur les règles du marché (le **CCRM**) n'a pas examiné le Projet de modification. Cependant, le Projet de modification est très semblable à celui présenté dans l'Avis de l'OCRCVM 14-0124 – *Dispositions proposées concernant la Règle sur la protection des ordres* (14 mai 2014), sur lequel le CCRM avait été consulté.



Annexe A – **Projet de modification des RUIM**

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées par les présentes comme suit :

1. Les modifications qui suivent sont apportées au paragraphe 1.1 :
 - a) à la définition « meilleur cours vendeur », l'insertion, après la première occurrence du mot « marché », du mot « protégé »;
 - b) à la définition « meilleur cours acheteur », l'insertion, après la première occurrence du mot « marché », du mot « protégé »;
 - c) le remplacement de la définition « ordre de contournement » par la définition suivante :

« ordre de contournement » s'entend d'un ordre qui :

 - a) soit fait partie d'une transaction désignée;
 - b) soit vise à respecter une obligation d'exécuter un ordre qu'une disposition des RUIM ou d'une Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès

et qui est saisi :

 - c) soit sur un marché protégé aux fins d'exécution contre le volume déclaré sur ce marché avant l'exécution ou l'annulation du reste de l'ordre;
 - d) soit sur un marché autre qu'un marché protégé mais qui affiche les ordres sur un affichage consolidé du marché aux fins d'exécution contre les ordres qui sont affichés sur ce marché et qui auraient fait partie du volume déclaré si ce marché avait été un marché protégé.
 - d) le remplacement de la définition « marché protégé » par la définition suivante :

« marché protégé » s'entend d'un marché qui affiche des ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ».



2. Les modifications qui suivent sont apportées au paragraphe 1.2 :
 - a) l'insertion, à la fin de l'alinéa (5), des mots « à la bourse à laquelle le titre est coté ou par le SCDO sur lequel le titre est inscrit »;
 - b) le remplacement, à l'alinéa (8), des mots « un marché » par les mots « un marché protégé ».

3. Le sous-alinéa g) de l'alinéa (1) du paragraphe 10.9 est supprimé et remplacé par le texte suivant :
 - g) exiger que le participant ou la personne ayant droit d'accès exécute tout ordre faisant partie du volume déclaré si la transaction du participant ou de la personne ayant droit d'accès ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 des règles de négociation.

Les Politiques des Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées par les présentes comme suit :

1. Les modifications suivantes sont apportées à l'article 2 de la Politique 2.1 :
 - a) Les mots « conformément aux obligations d'obtenir le *meilleur cours* énoncées au paragraphe 5.2, » sont supprimés du premier paragraphe;
 - b) Les deux dernières puces sont remplacées par les puces suivantes :
 - les ordres à meilleur cours affichés sur le marché sur lequel est saisie la transaction sont exécutés avant l'exécution de la transaction désignée;
 - le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit les ordres sur chaque marché protégé, lesquels sont assortis d'un volume suffisant et d'un cours permettant d'exécuter les ordres à meilleur cours inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé, en même temps que l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement après.

2. À la Politique 5.3, le mot « protégé » est ajouté après le mot « marché » dans le deuxième paragraphe de l'article 4.

3. L'article 3 de la Politique 8.1 est modifié par l'ajout du troisième paragraphe suivant :



Lorsqu'il établit le « meilleur cours connu », le participant devrait tenir compte des cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information. Cependant, un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1, s'il exécute un ordre propre ou un ordre non-client contre un ordre client à un meilleur cours qui se révèle inférieur au cours dont aurait pu se prévaloir le client sur un marché affiché qui n'est pas un marché protégé et qu'il exécute ensuite un ordre, en totalité ou en partie, contre l'ordre affiché sur le marché qui n'est pas un marché protégé.



Annexe B – Libellé des RUIM reproduisant le Projet de modification

Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours vendeur Le cours le moins élevé d'un ordre sur un marché protégé, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant la vente d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au 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>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours vendeur Le cours le moins élevé d'un ordre sur un marché <u>protégé</u>, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant la vente d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au 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>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours acheteur Le cours le plus élevé d'un ordre sur un marché protégé, 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>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours acheteur Le cours le plus élevé d'un ordre sur un marché <u>protégé</u>, 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>1.1 Définitions</p> <p>ordre de contournement s'entend d'un ordre qui :</p> <p>a) soit fait partie d'une transaction désignée;</p> <p>b) soit vise à respecter une obligation d'exécuter un ordre qu'une disposition des RUIM ou d'une Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès</p> <p>et qui est saisi :</p> <p>c) soit sur un marché protégé aux fins d'exécution contre le volume déclaré sur ce marché avant l'exécution ou l'annulation du reste de l'ordre;</p> <p>d) soit sur un marché autre qu'un marché protégé mais qui affiche les ordres sur un affichage consolidé du marché aux fins d'exécution contre les ordres qui sont affichés sur ce marché et qui auraient fait partie du volume déclaré si ce marché avait été un marché protégé.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>ordre de contournement s'entend d'un ordre <u>qui</u> :</p> <p>a) qui<u>soit</u> fait partie d'une transaction désignée;</p> <p>b) en vue de soit vise à <u>en vue de soit vise à</u> respecter une obligation d'exécuter un ordre que toute qu'une <u>que toute qu'une</u> disposition des RUIM ou toute d'une <u>toute d'une</u> Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès</p> <p>et qui est saisi :</p> <p>c) <u>soit</u> sur un marché protégé aux fins d'une <u>une</u> exécution contre le volume déclaré sur ce marché avant l'exécution ou l'annulation du reste de l'ordre;</p> <p>d) <u>soit sur un marché autre qu'un marché protégé mais qui affiche les ordres sur un affichage consolidé du marché aux fins d'exécution contre les ordres qui sont affichés sur ce marché et qui auraient fait partie du volume déclaré si ce marché avait été un marché protégé.</u></p>
<p>1.1 Définitions</p> <p>marché protégé s'entend d'un marché qui affiche des ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ».</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>marché protégé s'entend d'un marché qui</p> <p>a) diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique à l'agence de traitement de l'information ou à un ou plusieurs fournisseurs d'information conformément à la Norme sur le fonctionnement du marché;</p> <p>b) autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;</p> <p>c) assure une saisie des ordres électroniques pleinement</p>



Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
	<p>automatisée; d) assure un appariement des ordres et l'exécution des transactions pleinement automatisés <u>affiche des ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ».</u></p>
<p>1.2 Interprétation</p> <p>(5) Dans le cadre de l'établissement du cours auquel un titre est négocié pour l'application de la définition de l'expression <i>unité de négociation standard</i>, le cours est le dernier cours vendeur du titre donné le jour de bourse précédent à la bourse à laquelle le titre est coté ou par le SCDO sur lequel le titre est inscrit.</p>	<p>1.2 Interprétation</p> <p>(5) Dans le cadre de l'établissement du cours auquel un titre est négocié pour l'application de la définition de l'expression <i>unité de négociation standard</i>, le cours est le dernier cours vendeur du titre donné le jour de bourse précédent <u>à la bourse à laquelle le titre est coté ou par le SCDO sur lequel le titre est inscrit.</u></p>
<p>1.2 Interprétation</p> <p>(8) Aux fins d'établir le meilleur cours vendeur ou le meilleur cours acheteur à un moment donné, il y a lieu de se reporter aux ordres contenus dans un affichage consolidé du marché pour un marché protégé qui est alors ouvert aux fins de négociation et à l'égard duquel la négociation d'un titre déterminé sur ce marché n'a pas été :</p> <p>a) soit interrompue, suspendue ou retardée à des fins réglementaires conformément au paragraphe 9.1;</p> <p>b) soit interrompue, suspendue ou retardée conformément à une règle du marché ou à une exigence du marché.</p>	<p>1.2 Interprétation</p> <p>(8) Aux fins d'établir le meilleur cours vendeur ou le meilleur cours acheteur à un moment donné, il y a lieu de se reporter aux ordres contenus dans un affichage consolidé du marché pour un marché <u>protégé</u> qui est alors ouvert aux fins de négociation et à l'égard duquel la négociation d'un titre déterminé sur ce marché n'a pas été :</p> <p>a) soit interrompue, suspendue ou retardée à des fins réglementaires conformément au paragraphe 9.1;</p> <p>b) soit interrompue, suspendue ou retardée conformément à une règle du marché ou à une exigence du marché.</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>g) exiger que le participant ou la personne ayant droit d'accès exécute tout ordre faisant partie du volume déclaré si la transaction du participant ou de la personne ayant droit d'accès ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 des règles de négociation;</p> <p>...</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>g) exiger que le participant respecte le meilleur cours acheteur ou vendeur à hauteur du volume déclaré si la transaction ne respecte pas les exigences de l'article 5 ou <u>la personne ayant droit d'accès exécute tout ordre faisant partie du volume déclaré si la transaction du participant ou de la personne ayant droit d'accès ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 des règles de négociation;</u></p> <p>...</p>
<p>Politique 2.1 – Principes d'équité</p> <p>Article 2 – Exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle</p> <p>....</p> <p>Un participant ou une personne ayant droit d'accès qui a l'intention d'exécuter une transaction organisée au préalable ou une application intentionnelle est censé déployer des mesures raisonnables, et ce, avant l'exécution de la transaction organisée</p>	<p>Politique 2.1 – Principes d'équité</p> <p>Article 2 – Exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle</p> <p>....</p> <p>Un participant ou une personne ayant droit d'accès qui a l'intention d'exécuter une transaction organisée au préalable ou une application intentionnelle est censé déployer des mesures raisonnables, conformément aux obligations d'obtenir le meilleur</p>



Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>au préalable ou de l'application intentionnelle, ou au moment de celle-ci, afin de s'assurer de l'exécution de tout ordre sur un marché protégé à un meilleur cours.</p> <p>....</p> <p>Si le cours auquel la transaction organisée au préalable ou l'application intentionnelle doit être réalisée :</p> <ul style="list-style-type: none"> • n'est pas inférieur au moindre des deux montants suivants, soit 95 % du meilleur cours acheteur soit le meilleur cours acheteur déduction faite de 10 échelons de cotation; • n'est pas supérieur au plus élevé des deux montants suivants, soit 105 % du meilleur cours vendeur soit le meilleur cours vendeur majoré de 10 échelons de cotation, <p>les ordres seront réputés faire partie d'une transaction désignée et, au moment de leur saisie, ils peuvent être désignés comme <i>ordre de contournement</i>. En tant que transaction désignée, la transaction peut être exécutée sur un marché si les conditions suivantes sont réunies :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les ordres à meilleur cours affichés sur le marché sur lequel est saisie la transaction sont exécutés avant l'exécution de la transaction désignée; • le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit les ordres sur chaque marché protégé, lesquels sont assortis d'un volume suffisant et d'un cours permettant d'exécuter les ordres à meilleur cours inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé, en même temps que l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement après. <p>....</p>	<p>cours énoncées au paragraphe 5.2, et ce, avant l'exécution de la transaction organisée au préalable ou de l'application intentionnelle, ou au moment de celle-ci, afin de s'assurer de l'exécution de tout ordre sur un marché protégé à un meilleur cours.</p> <p>....</p> <p>Si le cours auquel la transaction organisée au préalable ou l'application intentionnelle doit être réalisée :</p> <ul style="list-style-type: none"> • n'est pas inférieur au moindre des deux montants suivants, soit 95 % du meilleur cours acheteur soit le meilleur cours acheteur déduction faite de 10 échelons de cotation; • n'est pas supérieur au plus élevé des deux montants suivants, soit 105 % du meilleur cours vendeur soit le meilleur cours vendeur majoré de 10 échelons de cotation, <p>les ordres seront réputés faire partie d'une transaction désignée et, au moment de leur saisie, ils peuvent être désignés comme <i>ordre de contournement</i>. En tant que transaction désignée, la transaction peut être exécutée sur un marché si les conditions suivantes sont réunies :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les ordres inclus dans le volume déclaré à meilleur cours affichés sur le marché sur lequel est saisie la transaction désignée sont comblés exécutés avant l'exécution de la transaction désignée; • sous réserve de toute condition d'exécution au meilleur cours conformément à l'article 1 de la Politique 5.2, le participant <u>ou la personne ayant droit d'accès</u> saisit les ordres sur chaque marché protégé, lesquels sont assortis d'un volume suffisant et d'un cours permettant de combler d'exécuter les ordres <u>à meilleur cours</u> inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé, <u>simultanément à en même temps que</u> l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement <u>à la suite de celle-ci après.</u> <p>....</p>
<p>Politique 5.3 – Priorité aux clients Article 4 – Consentement du client</p> <p>Si l'ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée à un cours inférieur au meilleur cours acheteur ou supérieur au meilleur cours vendeur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres à un meilleur cours sur un marché protégé sont exécutés avant l'ordre client.</p>	<p>Politique 5.3 – Priorité aux clients Article 4 – Consentement du client</p> <p>Si l'ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée à un cours inférieur au meilleur cours acheteur ou supérieur au meilleur cours vendeur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres à un meilleur cours sur un marché <u>protégé</u> sont exécutés avant l'ordre client.</p>
<p>Politique 8.1 – Exécution d'ordres clients pour compte propre Article 3 – Facteurs à examiner afin d'établir le « meilleur cours connu »</p>	<p>Politique 8.1 – Exécution d'ordres clients pour compte propre Article 3 – Facteurs à examiner afin d'établir le « meilleur cours <u>disponible connu</u> »</p>



Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>Le cours de l'opération pour compte propre doit également se justifier selon la conjoncture du marché. Les participants devraient tenir compte notamment des facteurs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none">• le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes;• la tendance du marché pour la négociation du titre;• le volume affiché de cours acheteur et de cours vendeur;• l'importance de l'écart entre les cours;• la liquidité du titre. <p>Par exemple, si le cours acheteur est de 10 \$ et le cours vendeur de 10,50 \$ et qu'un client veut vendre 1 000 actions, il est inacceptable pour un participant d'effectuer une transaction pour compte propre à 10,05 \$ si le titre se négocie à grand volume à 10,50 \$ et qu'il existe de nombreuses offres d'achat à 10 \$ par rapport au nombre de titres offerts à 10,50 \$. L'état du marché semble indiquer que le client devrait pouvoir vendre à un meilleur prix que 10,05 \$. Par conséquent, le participant, en sa qualité de mandataire du client, devrait afficher une offre à 10,45 \$, voire à 10,50 \$, selon les circonstances. Il faut toujours tenir compte du désir du client, qui souhaite faire exécuter son ordre rapidement.</p> <p>Lorsqu'il établit le « meilleur cours connu », le participant devrait tenir compte des cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information. Cependant, un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1, s'il exécute un ordre propre ou un ordre non-client contre un ordre client à un meilleur cours qui se révèle inférieur au cours dont aurait pu se prévaloir le client sur un marché affiché qui n'est pas un marché protégé et qu'il exécute ensuite un ordre, en totalité ou en partie, contre l'ordre affiché sur le marché qui n'est pas un marché protégé.</p> <p>Bien entendu, si un client consent expressément et en toute connaissance de cause à une transaction pour compte propre, il est raisonnable de suivre ses directives.</p>	<p>Le cours de l'opération pour compte propre doit également se justifier selon la conjoncture du marché. Les participants devraient tenir compte notamment des facteurs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none">• le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes;• la tendance du marché pour la négociation du titre;• le volume affiché de cours acheteur et de cours vendeur;• l'importance de l'écart entre les cours;• la liquidité du titre. <p>Par exemple, si le cours acheteur est de 10 \$ et le cours vendeur de 10,50 \$ et qu'un client veut vendre 1 000 actions, il est inacceptable pour un participant d'effectuer une transaction pour compte propre à 10,05 \$ si le titre se négocie à grand volume à 10,50 \$ et qu'il existe de nombreuses offres d'achat à 10 \$ par rapport au nombre de titres offerts à 10,50 \$. L'état du marché semble indiquer que le client devrait pouvoir vendre à un meilleur prix que 10,05 \$. Par conséquent, le participant, en sa qualité de mandataire du client, devrait afficher une offre à 10,45 \$, voire à 10,50 \$, selon les circonstances. Il faut toujours tenir compte du désir du client, qui souhaite faire exécuter son ordre rapidement.</p> <p><u>Lorsqu'il établit le « meilleur cours connu », le participant devrait tenir compte des cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information. Cependant, un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1, s'il exécute un ordre propre ou un ordre non-client contre un ordre client à un meilleur cours qui se révèle inférieur au cours dont aurait pu se prévaloir le client sur un marché affiché qui n'est pas un marché protégé et qu'il exécute ensuite un ordre, en totalité ou en partie, contre l'ordre affiché sur le marché qui n'est pas un marché protégé.</u></p> <p>Bien entendu, si un client consent expressément et en toute connaissance de cause à une transaction pour compte propre, il est raisonnable de suivre ses directives.</p>