



Annexe C –

Commentaires reçus en réponse à l’Avis de l’OCRCVM 15-0129 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM

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

Le 12 juin 2015, l’OCRCVM a publié l’Avis 15-0129 sollicitant des commentaires sur le Projet de modification concernant les marchés transparents non protégés et la Règle sur la protection des ordres (le **Projet de modification**). L’OCRCVM a reçu des commentaires sur le Projet de modification de la part de :

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (**ACCVM**)

Banque Scotia (**Scotia**)

Une copie de chaque lettre de commentaires reçue en réponse au Projet de modification est mise à la disposition du public sur le site Web de l’OCRCVM (www.ocrcvm.ca). Le tableau qui suit présente un résumé des commentaires reçus sur le Projet de modification ainsi que la réponse de l’OCRCVM à ces commentaires. Aucune révision n’a été apportée au Projet de modification par suite de ces commentaires.

Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l’OCRCVM à l’auteur et commentaires supplémentaires de l’OCRCVM
1.1 Définitions 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.		



Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<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>ordre de contournement s'entend d'un ordre qui :</p> <ul style="list-style-type: none">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 <p>et qui est saisi :</p> <ul style="list-style-type: none">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.		



Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<p>1.1 Définitions</p> <p><i>market protected</i> s'entend d'un marché qui affiche des « ordres protégés », tels que définis dans les règles de négociation.</p>		<p>Le libellé modifié tient davantage compte de la définition d'« ordre protégé » qui figure dans les règles de négociation.</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 unité de négociation standard, le cours est le dernier cours vendeur du titre donné le jour de bourse précédent à la bourse à laquelle le titre est inscrit à la cote ou par le SCDO sur lequel le titre est inscrit.</p>		



Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<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>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>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>		



Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<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 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 ordre de contournement. 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>		



Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<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 8.1 – Exécution d'ordres clients pour compte propre Article 3 – Facteurs à examiner afin d'établir le « meilleur cours connu »</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>Lorsqu'il établit le « meilleur cours connu », le participant devrait tenir compte</p>	<p>Scotia – L'expression « s'il dispose d'une telle information » ne devrait s'appliquer que si le pupitre de négociation concerné, et non le participant dans son ensemble, a accès au cours sur le marché non protégé.</p>	<p>Dans l'article 3 de la Politique 8.1, nous avons précisé que l'expression « s'il dispose d'une telle information » (« il » désignant le participant) s'applique à l'information dont dispose un employé du participant qui exécute un ordre propre ou un ordre non-client contre un ordre client.</p>



Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<p>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. Plus précisément, nous nous attendons à ce qu'un employé du participant utilise toute l'information sur le cours des ordres dont il dispose lorsqu'il établit le « meilleur cours connu ». Par exemple, un employé qui a accès à l'information sur le cours provenant des marchés tant protégés que non protégés respectera l'obligation d'établir le « meilleur cours connu » seulement s'il tient compte de toute l'information sur le cours provenant des marchés tant protégés que non protégés lorsqu'il exécute un ordre propre ou un ordre non-client contre un ordre client. Cependant, un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1, si un employé 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 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>		
DIVERS	ACCVM – Compte tenu du paragraphe 5.3 des RUIM, Priorité aux clients, cet intervenant recommande que l'OCRCVM fournisse une orientation supplémentaire pour veiller à ce qu'un courtier membre soit autorisé à afficher des ordres pour compte de tiers sur un marché non protégé même s'il a affiché un ordre semblable pour son propre compte sur un marché protégé.	Rien n'interdit expressément à un participant d'afficher des ordres pour compte de tiers sur un marché non protégé tout en affichant un ordre propre ou un ordre non-client semblable sur un marché protégé, sauf s'il le fait de façon inappropriée. <p>Par exemple, si un participant affiche des ordres pour compte de tiers sur un marché non protégé et affiche un ordre propre ou un ordre non-client semblable sur un marché protégé afin de se soustraire à l'obligation d'accorder la priorité aux clients ou de négocier en avance sur le marché, il s'agit d'une activité inacceptable qui contrevient aux RUIM.</p>



Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p>ACCVM – Cet intervenant suggère d'autoriser (mais non d'obliger) les marchés opaques à utiliser l'information sur les cours provenant des marchés non protégés à des fins d'appariement.</p>	<p>Rien n'interdit aux marchés opaques d'utiliser l'information sur les cours provenant des marchés non protégés à des fins d'appariement. En pareil cas, cependant :</p> <ul style="list-style-type: none"> • toute transaction doit être exécutée à cours égal au « meilleur cours vendeur » ou au « meilleur cours acheteur », ou à un meilleur cours; • le cas échéant, le « meilleur cours » obtenu est mesuré par rapport au « meilleur cours acheteur » et au « meilleur cours vendeur ». <p>Aux termes des Modifications, le « meilleur cours acheteur » et le « meilleur cours vendeur » sont établis uniquement d'après les ordres sur les marchés protégés, tels qu'ils sont affichés dans un affichage consolidé du marché.</p>
	<p>ACCVM – Les courtiers membres auraient besoin d'une orientation au sujet des exigences réglementaires visant la création de marchés figés et croisés entre le moment où les Modifications prennent effet et où les ACVM publient de nouvelles règles concernant la création de marchés figés et croisés.</p>	<p>Pour une orientation supplémentaire à ce sujet, veuillez consulter l'Avis du personnel de la CVMO intitulé Notice of Commission Approval of Proposed Changes to Alpha Exchange Inc. publié le 23 avril 2015 dans (2015), 38 OSCB 4045 (l'Avis du personnel). L'article 6.5 du <i>Règlement 23-101 sur les règles de négociation</i> interdit à un marché ou à un participant de figer ou de croiser un ordre protégé affiché sur un marché. L'Avis du personnel explique que le personnel de la CVMO ne considérerait pas les ordres saisis sur d'autres marchés qui figent ou croisent les ordres affichés dans Alpha comme « intentionnels ».</p>
	<p>ACCVM – Les courtiers membres ne devraient pas être tenus d'accéder aux marchés non protégés pour respecter leur obligation de meilleure exécution.</p>	<p>L'obligation imposée par la RPO de tenir compte uniquement des marchés protégés est distincte de la question 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</p>



Modifications définitives (les changements apportés au Projet de modification sont mis en surbrillance)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		<p>5.1 des RUIM. En particulier, 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 n'importe quel marché, y compris un marché non protégé 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. Par conséquent, en pareil cas, un participant sera tenu d'accéder, directement ou indirectement, à un marché non protégé pour respecter son obligation de meilleure exécution.</p>