



Annexe B – Commentaires reçus en réponse à l’Avis sur les règles 11-0225 – Avis de consultation – RUIM – *Dispositions concernant la liquidité invisible*

Le 29 juillet 2011, l’Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l’OCRCVM) a publié l’Avis de l’OCRCVM 11-0225 sollicitant des commentaires sur le projet d’orientation portant sur des dispositions concernant la liquidité invisible (le Projet de modification). L’OCRCVM a reçu des commentaires sur le Projet de modification de :

Alpha ATS (Alpha)
Fondation canadienne pour l’avancement des droits des investisseurs (FAIR Canada) (Fair)
Canadian Security Traders Association, Inc. (CSTA)
Connor, Clark Lunn (CCL)
Edward Jones (EJ)
l’Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM)
ITG Canada Corp. (ITG)
Morgan Stanley (MS)
RBC Dominion valeurs mobilières Inc. (RBC)
RBC Gestion mondiale d’actifs Inc. (RBCGMA)
Scotia Capitaux Inc. (Scotia)
Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)
Valeurs mobilières TD (TD)
Groupe TMX Inc. (TMX)
TriAct Canada Marketplace LP (TriAct)

Une copie de chaque lettre de commentaires reçue en réponse au Projet de modification est mise à la disposition du public sur le site Internet de l’OCRCVM (www.ocrcvm.ca) sous la rubrique Politiques et la sous-rubrique Propositions des marchés/Commentaires). Le tableau qui suit présente un résumé des commentaires reçus sur le Projet de modification ainsi que les réponses de l’OCRCVM à ces commentaires. La première colonne du tableau montre les révisions que l’OCRCVM a apportées au Projet de modification après l’approbation des Modifications.



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
1.1 Définitions « 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.	Alpha, CSTA, EJ et TD – Estiment que la définition modifiée du meilleur cours limitera la croissance des marchés opaques aux ordres volumineux et réduira la liquidité offerte aux petits ordres.	La révision de la définition du meilleur cours est censée non seulement offrir aux ordres moins volumineux la possibilité de bénéficier d'une amélioration significative du cours mais également les protéger lorsqu'ils sont affichés dans un affichage consolidé du marché. À ce titre, l'OCRCVM estime qu'il s'agit d'un bel équilibre. L'OCRCVM note que les petits ordres pourront toujours rechercher sur les marchés opaques une éventuelle exécution à un meilleur cours, même si une taille minimale est prescrite pour les ordres invisibles.
	CCL – Soutient la définition modifiée du meilleur cours et estime qu'elle récompensera les fournisseurs de liquidité sur les marchés opaques par un flux d'ordres s'ils contribuent à la valeur.	L'OCRCVM prend acte du commentaire.
	EJ – Estime que la proposition empêchera d'obtenir une amélioration des cours dans le cas d'ordres à exécution partielle, ce qui est moins avantageux pour le petit investisseur.	Les ordres moins volumineux, dont les petits ordres de moins de 50 unités de négociation standard (généralement 5 000 actions), pourront toujours bénéficier d'une amélioration du cours pour l'exécution partielle, mais le solde de l'ordre doit être exécuté contre des ordres affichés sur un marché visible. Ce n'est pas différent des exigences actuelles. À l'heure actuelle, le petit ordre d'un client qui est visé par la Règle sur la diffusion des ordres peut passer par un marché opaque à la recherche d'une exécution à un meilleur cours pendant qu'il est acheminé pour être saisi sur un marché transparent. Les Modifications empêchent d'obtenir une amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible pour un petit ordre dans le cas d'une exécution partielle et d'exécuter le solde du petit ordre contre un ordre invisible sur le marché par la suite au meilleur cours vendeur (dans le cas d'un achat par le petit ordre) ou du meilleur cours acheteur (dans le cas d'une vente).
	Fair et TMX – Soutiennent la définition modifiée du meilleur cours, qui garantit de ne pas miner les incitatifs de saisir les ordres sur des marchés visibles.	L'OCRCVM prend acte des commentaires.
	ACCVM, ITG et TriAct – Estiment que la définition ne tient pas compte des droits d'accès et des frais de	La définition du « meilleur cours » tient compte du prix d'exécution d'un ordre sur un marché. L'OCRCVM maintient



Libellé du projet de note d'orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	négociation imputés par les marchés visibles et que ces droits et frais devraient être pris en compte dans la définition d'un meilleur cours. L'ACCVM note également que les États-Unis, qui disposent d'un marché opaque à liquidité invisible plus évolué, n'exigent pas d'amélioration du cours.	que les frais ou les remises associés à l'exécution de cet ordre peuvent ou non être transmis par le courtier exécutant et, par conséquent, ne peuvent être pris en considération pour l'établissement d'un meilleur prix d'exécution. L'OCRCVM admet que les règles sur l'amélioration du cours sont différentes sur le marché américain et souligne qu'il ne faut pas nécessairement appliquer exactement les mêmes règles dans tous les cas au Canada, surtout si l'on tient compte de la différence qui existe sur le plan de la liquidité du marché. Par ailleurs, il faut également protéger le fonctionnement du processus de formation des cours au Canada.
	ITG, MS, Scotia et SIFMA — Estiment que les échelons du meilleur cours proposés pourraient détourner le flux d'ordres invisibles passifs vers d'autres territoires et saper la capacité concurrentielle des marchés canadiens.	L'OCRCVM note la préoccupation concernant l'éventuel détournement de la liquidité passive vers d'autres territoires. Cependant, l'occasion d'obtenir une amélioration significative du cours agira comme facteur compensatoire puisqu'elle peut attirer un flux plus important d'ordres actifs qui sondent des marchés opaques avant d'être saisis sur un marché transparent. Un flux accru d'ordres actifs sondant un marché opaque amènerait, à son tour, un incitatif pour l'affichage d'ordres invisibles passifs.
	ITG — Note que les teneurs de marché à la Bourse de Toronto sont en mesure de participer à de petites transactions sans afficher d'ordres visibles et sans offrir une amélioration du cours. De plus, la direction préférentielle du flux d'ordres permet aux ordres visibles de passer avant les autres sur les marchés visibles.	Les teneurs de marché à la Bourse de Toronto sont en mesure de participer à certaines transactions en raison de la Garantie d'exécution minimale et de fonctions automatisées de participation pour teneurs de marché. Cependant, les teneurs de marché ont également des obligations connexes qui ne sont pas imposées aux autres participants. Les ordres des teneurs de marché sont produits par le système de négociation automatisé de la Bourse de Toronto conformément aux règles du marché qui ont été approuvées par les autorités en valeurs mobilières compétentes et qui sont transparentes pour le public. Les ordres des teneurs de marché sont produits au même cours que l'ordre visible. Le concept de direction préférentielle des flux d'ordres est un aspect distinct de la structure des marchés canadiens. Comme il est mentionné dans l'Avis 23-311 du personnel, les concepts de direction préférentielle et d'internalisation du flux d'ordres sont à l'étude à l'heure actuelle par les



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	MS – Estime que le cadre actuel de la règle crée des règles du jeu inéquitables puisque les marchés visibles peuvent exécuter des ordres invisibles au meilleur cours acheteur et vendeur national sans amélioration du cours. RBC – Convient que les ordres invisibles devraient être visés par l'obligation d'amélioration du cours par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national, mais n'est pas d'accord sur les échelons proposés. Estime qu'un montant devrait être fondé sur un concept de pourcentage de l'écart. TD – Rejette la définition proposée du meilleur cours et estime que les marchés modifieront simplement leur barème de frais pour contourner les échelons d'amélioration du cours. Estime qu'une amélioration du cours élevée et subventionnée par les courtiers viole les principes d'équité.	ACVM et l'OCRCVM. Les Modifications règlent ce déséquilibre en garantissant que les mêmes règles pour l'obtention de l'amélioration du cours par les ordres invisibles s'appliquent à la fois aux marchés visibles et aux marchés opaques. Se reporter au paragraphe 6.6 introduit par les Modifications. Les Modifications n'empêchent pas l'emploi d'un concept de pourcentage de l'écart, elles ne font qu'imposer un montant minimal pour garantir que l'amélioration du cours est significative. Les échelons proposés tiennent compte du fait que les écarts sont souvent aux échelons minimaux permis aux termes des RUIM. Elles ont prévu la capacité d'offrir un pourcentage de l'écart dans ces cas (sous réserve d'une amélioration minimale d'au moins un échelon de négociation ou un demi-échelon de négociation lorsque l'écart n'est que de un seul échelon). L'OCRCVM ne considère pas qu'une amélioration du cours inférieure à un échelon de négociation entier soit significative lorsque l'écart est supérieur à un échelon de négociation. L'OCRCVM souligne que la structure des frais des marchés ne relève pas de la compétence des RUIM. Les RUIM visent à garantir que les clients obtiennent le meilleur cours offert et la meilleure exécution. Cependant, l'OCRCVM est également conscient de l'éventuel impact des frais de négociation sur les décisions d'acheminement des ordres. Il surveillera donc l'impact des Modifications. D'ailleurs, l'interaction entre les Modifications et les changements aux barèmes de frais et leur incidence sur les activités de négociation sera l'un des points qu'il analysera.
1.1 Définitions « ordre invisible » S'entend : a) soit d'un ordre dont aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché lorsqu'il est saisi sur un marché, b) <u>soit de la partie d'un ordre qui n'est pas indiquée dans un affichage</u>	Alpha – La définition d'« ordre invisible » n'exclut ni les ordres au cours du marché ni les ordres assortis de conditions particulières. Les ordres au cours du marché sont généralement traités comme les autres types d'ordres exclus à toutes les autres fins, et cela n'est pas cohérent et pourrait mener à des	L'OCRCVM est d'avis qu'il n'est pas indiqué d'exclure les ordres au cours du marché et les ordres assortis de conditions particulières de la définition d'un ordre invisible. De tels ordres peuvent être exécutés contre un flux d'ordres qui comporte des ordres au mieux ou seraient inscrits autrement comme ordres transparents. Cependant, les



Libellé du projet de note d'orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<u>consolidé du marché lorsque cet ordre est saisi sur un marché, si cette partie peut se négocier à un autre cours que le cours affiché pour la partie de l'ordre indiquée dans l'affichage consolidé du marché,</u> à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché : c) dans le cadre d'une application intentionnelle; d) qui est un ordre au mieux <u>exécuté immédiatement et intégralement sur un ou plusieurs marchés au moment de la saisie;</u> e) qui est un ordre à cours limité, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, exécuté immédiatement et intégralement sur un ou plusieurs marchés au moment de la saisie; f) qui est un ordre de base; g) <u>qui est un ordre au cours du marché, s'il ne rencontre que d'autres ordres au cours du marché et que l'appariement de ses ordres se produit moins fréquemment qu'une fois par minute;</u> h) qui est un ordre au cours de clôture; i) qui est un ordre au dernier cours; j) qui est un ordre au premier cours; k) qui est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.	conséquences imprévues. Les ordres de lots irréguliers ont été considérés comme des ordres assortis de conditions particulières. L'auteur se demande si le Projet de modification visait à inclure les ordres de lots irréguliers dans les ordres invisibles. MS et SIFMA – Estiment que la définition proposée n'englobe pas la totalité des formes de liquidité invisible et qu'elle pourrait donner lieu à des conséquences imprévues et à d'éventuelles voies pour contourner le sens de la réglementation. Notent que la définition proposée exclut les ordres exécutables immédiatement, les ordres au mieux et les ordres à prix moyen pondéré en fonction du volume, mais que des marchés opaques entiers peuvent être créés uniquement pour l'exécution de tels types d'ordres. TD – Soutient la définition d'ordre invisible mais estime que les marchés devraient publier des statistiques sur les ordres iceberg pour brosser un meilleur tableau de la liquidité invisible au Canada.	Modifications ont été révisées par rapport au Projet de modification en vue d'exclure un ordre au cours du marché de la définition dans la mesure où un tel ordre peut se négocier uniquement contre d'autres ordres au cours du marché. Les ordres de lots irréguliers et autres ordres assortis de conditions particulières peuvent être affichés dans un affichage consolidé du marché. De tels ordres de lots irréguliers et autres ordres assortis de conditions particulières seront considérés comme des ordres invisibles dans la mesure où ils ne sont pas affichés (mais plutôt exécutés avant l'affichage de l'ordre par un participant au marché ayant des obligations liées aux lots irréguliers ou aux conditions. La définition d'« ordre invisible » est censée désigner la liquidité passive qui demeure sur le marché sans transparence préalable à la transaction et, de ce fait même, exclut certains ordres immédiatement exécutables qui ne sont pas affichés lorsqu'ils sont saisis (entre autres types d'ordres). Pour ce qui est des marchés opaques créés uniquement pour l'exécution de certains types d'ordres, l'OCRCVM souligne que les Modifications englobent les ordres passifs saisis par les fournisseurs de liquidité invisible. L'OCRCVM prend acte du commentaire. La définition d'ordre invisible a été modifiée pour tenir compte de la perspective selon laquelle la tranche de réserve cachée d'un ordre partiellement affiché qui est négociée à un autre cours que celui de la tranche affichée serait considérée comme un ordre invisible aux fins des RUIM. Les Modifications ont également été révisées pour préciser que toute partie d'un ordre au mieux qui n'est pas entièrement exécuté lorsqu'il est saisi peut être considérée comme un



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		ordre invisible, sauf si cette portion non exécutée fait partie d'un affichage consolidé du marché.
1.1 Définitions « 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, pourvu que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours autre qu'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation supérieur et que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours correspondant à la moitié d'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche 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 cours de clôture; d) un ordre assorti de conditions particulières sauf si l'ordre 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.	EJ – Approuve la définition proposée pour dernier cours vendeur, puisqu'elle précise les règles fondées sur le dernier cours vendeur. MS – Note qu'une définition uniforme du dernier cours vendeur sur tous les marchés rendrait la conformité à la réglementation plus simple. Propose que la définition mentionne le dernier cours vendeur consolidé sur le marché canadien.	L'OCRCVM prend acte du commentaire. Cependant, en fonction des réponses à la question 1 et de l'abrogation des restrictions sur les ventes à découvert, l'OCRCVM a jugé que le changement apporté à la définition de « dernier cours vendeur » décrit dans le Projet de modification n'est pas nécessaire. L'affichage consolidé du marché ne comprend que les renseignements sur les ordres et les transactions provenant de bourses, de SCDO et de systèmes de négociation parallèle au Canada. Les RUIM ont été structurées pour permettre aux participants au marché de prendre des décisions concernant le « dernier cours vendeur », le « meilleur cours vendeur » et le « meilleur cours acheteur » en fonction des renseignements dont ils disposent au moment donné. L'OCRCVM prend acte que, pour diverses raisons, dont le délai d'attente des données, les participants au marché ne « verront pas » tous en même temps le marché de la même façon à un moment donné.
6.1 Saisie d'ordres sur un marché <u>(3) Malgré l'alinéa (1), une application intentionnelle peut être saisie sur un marché à un cours qui est une fraction d'un échelon de cotation, à la condition que le prix d'exécution soit un meilleur cours à la fois pour l'ordre d'achat et pour l'ordre de vente.</u>		Les Modifications ont été révisées pour permettre expressément la saisie d'une application intentionnelle à une fraction d'un échelon de cotation si à la fois le côté acheteur et le côté vendeur d'une application obtiennent un « meilleur cours ». Se reporter à la question 2 ci-après.
6.3 Diffusion des ordres clients (1) Un participant saisit immédiatement aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, à moins que, selon le cas : ... e) le participant n'établisse, en fonction des conditions du marché,	EJ – Approuve cette précision, car il faudrait veiller à ce que les petits ordres soient correctement et équitablement représentés. RBC – Estime que, si l'on tient compte du Projet de modification, l'obligation d'obtenir le consentement du client pour chaque ordre n'est ni pratique ni nécessaire compte tenu de l'obligation de meilleure exécution à laquelle les courtiers sont tenus.	L'OCRCVM prend acte du commentaire. En règle générale, l'OCRCVM estime que la diffusion obligatoire des petits ordres clients soutient le fonctionnement du processus de formation des cours. Le paragraphe 6.3 permet de s'abstenir de saisir les petits ordres clients sur un marché transparent avec le consentement exprès du client. Aux termes des dispositions



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
que la saisie de l'ordre <u>sur un marché</u> ne serait pas dans l'intérêt du client; (2) Si un participant s'abstient de saisir un ordre client <u>sur un marché</u> en fonction des conditions du marché conformément au sous-alinéa (1)e), il peut saisir l'ordre en partie sur une période de temps ou en ajuster les conditions avant la saisie, mais le participant doit veiller à ce que le client obtienne : ...		actuelles des RUIM et dorénavant, si l'ordre initial reçu d'un client vise plus de 50 unités de négociation standard, le participant peut saisir cet ordre sur un marché, en totalité ou en partie, comme un ordre invisible. Les Modifications ont ajouté les mots « aux fins d'affichage » à l'alinéa (1). Les révisions apportées au sous-alinéa (1)e) et à l'alinéa (2) précisent que l'ajout de ces mots n'a pas pour effet d'autoriser la saisie d'un ordre comme ordre invisible aux termes du sous-alinéa e).
6.5 Exigences en matière de taille minimale dans le cas de certains ordres saisis sur un marché Le participant ou la personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre d'achat ou de vente visant un titre sur un marché : a) s'il s'agit d'un ordre invisible qui ne dépasse pas le nombre d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition; b) si moins de une unité de négociation standard de l'ordre ou du nombre plus élevé que peut désigner à l'occasion l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition sera indiqué dans un affichage consolidé du marché, lorsque l'ordre est saisi sur le marché et à tout moment antérieur à l'exécution intégrale de l'ordre.	Alpha - Recommande de préciser qu'il n'est pas possible de modifier les ordres affichés comme ordres invisibles pour les faire passer à une taille inférieure à la taille minimale et que si le volume d'un ordre invisible est réduit par les exécutions partielles de sorte à le faire passer au-dessous de la taille minimale prescrite, l'ordre peut demeurer inscrit comme ordre invisible. Alpha – Note que selon le Projet de modification, le volume de réserve des ordres iceberg pourrait être exécuté avant l'ordre transparent au même cours, et que les ordres Iceberg bénéficiant d'une amélioration du cours pourraient entraîner la rencontre de transactions à liquidité invisible et de petits ordres actifs au meilleur cours acheteur et vendeur national sans vraiment contribuer au processus de formation des cours.	Dans le cours normal, l'OCRCVM considérerait comme un comportement constituant un manquement à la négociation « ouverte et loyale » la saisie d'un ordre qui respecte l'exigence en matière de taille minimale pour les ordres invisibles mais qui est suivie immédiatement d'une modification visant à réduire la taille de l'ordre pour la faire passer au-dessous du seuil de la taille minimale. L'OCRCVM souligne que tout changement à la fonctionnalité qui permettrait que le volume de réserve d'un ordre iceberg soit négocié avant un ordre visible au même cours doit obtenir l'approbation des ACVM avant sa mise en œuvre. La définition d'« ordre invisible » a été modifiée pour tenir compte de la perspective selon laquelle la portion discrétionnaire d'un ordre iceberg à amélioration du cours ne serait exclue de la définition d'un ordre invisible que dans le cas d'exécutions à un cours égal à celui de la portion affichée de l'ordre.



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	Alpha, EJ, ACCVM, ITG, MS, Scotia, RBC et TD – Estiment qu'un seuil de taille minimale pourrait réduire le nombre des fournisseurs de liquidité sur les marchés opaques et limiter les choix mis à la disposition des investisseurs et des négociateurs.	L'OCRCVM reconnaît la possibilité d'une réduction de la liquidité invisible, mais estime que l'offre d'une telle liquidité ne peut se faire au détriment du marché visible et du processus de formation des cours. Par ailleurs, l'occasion d'obtenir une amélioration significative du cours sous forme d'un « meilleur cours » peut entraîner l'augmentation du flux de sondage sur les marchés opaques, et ce flux accru potentiel peut encourager les fournisseurs de liquidité à demeurer sur le marché opaque.
	CCL – Approuve l'exigence en matière de taille minimale pour éviter les effets négatifs sur le marché visible causés par l'augmentation de la négociation de petits ordres invisibles.	L'OCRCVM, en collaboration avec les ACVM, suivra les effets des Modifications sur les tendances de négociation et sur l'évolution des marchés opaques et des ordres invisibles. L'OCRCVM estime qu'il est indiqué de tenir compte de ces effets avant de décider de la désignation d'une taille minimale pour les ordres invisibles.
	CSTA, ACCVM, ITG et SIFMA – Estiment qu'il faudrait une dispense pour les petits ordres faisant partie d'ordres plus importants.	L'OCRCVM prend acte de cette préoccupation. Lorsqu'il proposera un seuil de taille minimale pour les ordres invisibles, l'OCRCVM tiendra également compte des dispenses, le cas échéant, pouvant être indiquées en fonction d'une taille qui pourrait être désignée.
	EJ et ACCVM – Estiment qu'il n'est pas nécessaire d'avoir une taille minimale pour les ordres invisibles, puisque la Règle sur la diffusion des ordres exige déjà que les petits ordres clients soient saisis sur un marché visible.	La Règle sur la diffusion des ordres ne s'applique qu'aux ordres clients et permet aux clients de s'y soustraire au cas par cas. Une exigence en matière de taille minimale s'appliquerait à tous les ordres invisibles.
	Fair – Approuve le fait de restreindre la dispense des ordres invisibles à ceux qui respectent le seuil de la taille en vue d'encourager la transparence. Estime également que l'OCRCVM devrait désigner le seuil de la taille en même temps que les autres modifications proposées.	L'OCRCVM prend acte du commentaire. Cependant, l'OCRCVM estime qu'il est indiqué d'analyser l'effet des Modifications avant de trancher sur la désignation d'une taille minimale pour les ordres invisibles. L'OCRCVM estime également qu'il est indiqué de rendre publics les résultats de cette analyse dans le cadre d'une consultation publique sur la taille minimale proposée pour les ordres invisibles.
	ITG – Craint qu'un seuil de taille minimale puisse entraîner la migration de la liquidité invisible visant	Veuillez consulter la réponse à Alpha, EJ et al. qui précède.



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	des ordres intercotés vers les États-Unis.	
	RBC – Aimerais que toute restriction sur la taille minimale des ordres iceberg soit établie par les marchés individuels plutôt que par les organismes de réglementation.	L'obligation de communiquer la taille minimale d'un volume iceberg est une disposition anti-évitement visant à prévenir les manœuvres entourant la taille minimale d'un ordre invisible lorsqu'il est établi. En fonction des exigences actuelles des RUIM, il n'y aurait aucune raison d'établir une taille supérieure à une unité standard.
	RBCGMA – Soutient l'établissement d'un seuil de taille minimale pour les ordres invisibles, mais estime que la taille minimale devrait s'appliquer autant aux ordres latents passifs qu'aux ordres actifs.	L'OCRCVM est d'avis que des ordres de plus petite taille pourraient toujours profiter de l'éventuelle amélioration du cours fournie par la liquidité invisible. L'OCRCVM se rend compte que l'imposition d'une limite de taille sur les ordres invisibles passifs peut ouvrir la voie à des « manœuvres » par l'emploi abusif de petits ordres actifs. Ce facteur sera pris en compte au moment de la détermination d'une exigence en matière de taille proposée.
	Alpha et Scotia – Craignent qu'une taille minimale de 5 000 actions puisse donner lieu à d'importantes fuites d'information.	L'OCRCVM prend acte de la question de fuites d'information ou de manœuvres associée à toute taille minimale proposée, que le seuil soit de 5 000 actions ou un autre nombre. L'OCRCVM examinera cette question dans le cadre du processus lié à la détermination d'une taille minimale et pèsera ce risque contre la capacité d'un participant au marché de protéger ses propres ordres au moyen des choix d'exécution minimale fournis par certains marchés.
	Scotia – Estime que, s'il faut adopter une taille minimale, elle ne devrait pas être la même pour tous les titres.	Les Modifications sont simplement censées donner à l'OCRCVM la flexibilité de désigner une taille minimale. Par la suite, le processus de détermination d'un tel seuil permettra d'examiner les divers choix et sera soumis à la consultation publique et à l'approbation des ACVM.
	SIFMA – Note qu'en fait, une taille minimale est déjà imposée, puisqu'un ordre saisi pour plus de 50 unités de négociation standard ou de 100 000 \$ peut être exécuté au meilleur cours acheteur et vendeur national contre des ordres invisibles, mais que les ordres plus petits doivent obtenir une amélioration du cours. Estime que les ordres	Aucune taille minimale n'est proposée pour les ordres invisibles pour l'instant. Les restrictions en matière de taille mentionnées par l'intervenant sont des restrictions visant l'amélioration du cours devant être obtenue dans le cas d'ordres retirant de la liquidité. Des ordres actifs plus petits doivent obtenir une amélioration significative du cours lorsqu'ils sont exécutés contre un ordre invisible passif, mais



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	invisibles de n'importe quelle taille devraient pouvoir être exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national.	cet ordre invisible passif peut être de n'importe quelle taille à l'heure actuelle. Dans le même ordre d'idées, un petit ordre invisible passif pourrait être exécuté au meilleur cours acheteur et vendeur national contre un ordre de sens inverse respectant les exigences en matière de taille pour l'exécution sans amélioration du cours.
	TD – Estime qu'un seuil de taille minimale (ainsi que les niveaux d'amélioration du cours proposés) poussera les courtiers à acheminer les petits ordres canadiens vers les marchés américains pour obtenir de meilleures conditions de négociation.	L'OCRCVM souligne que l'acheminement du flux de petits ordres vers d'autres territoires demeure toujours visé par l'obligation de meilleure exécution et d'autres obligations prévues aux RUIM. L'OCRCVM, en collaboration avec les ACVM, surveillera les effets des Modifications sur les tendances de négociation à la suite de leur mise en œuvre.
	TMX – Soutient la proposition qui permettrait à l'OCRCVM d'établir une taille minimale, et estime qu'elle favorise un marché visible fort et empêche une fragmentation encore plus coûteuse.	L'OCRCVM prend acte du commentaire.
	TriAct – Estime que la Règle sur la diffusion des ordres atteint déjà l'objectif d'acheminer les petits ordres vers les marchés visibles. Désapprouve le fait d'imposer aux courtiers une exigence inflexible en matière de taille minimale alors que la Règle sur la diffusion des ordres autorise à l'heure actuelle une certaine flexibilité en matière de passation d'ordres qui permet de déterminer ce qui est dans l'intérêt fondamental du client.	Même si le résultat est similaire, l'esprit de la Règle sur la diffusion des ordres est différent de celui visé par le seuil d'une taille minimale pour les ordres invisibles. La Règle sur la diffusion des ordres est censée protéger les petits ordres d'investisseurs en garantissant que le courtier exécutant ne s'abstienne pas inutilement de les saisir sur le marché sans satisfaire à l'une des dispenses. Un seuil de taille minimale est censé garantir que la décision de passer un ordre d'une manière qui ne contribue pas au processus de formation des cours préalable à la transaction entraîne un engagement plus important en matière de liquidité à obtenir immédiatement que dans le cas d'ordres affichés.
6.6 Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible (1) Si le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit sur un marché un ordre d'achat ou de vente visant un titre, cet ordre peut être exécuté contre un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté : (a) au meilleur cours;	Alpha – Il n'est pas clair si le but visé par le Projet de modification était de mesurer la taille de l'ordre actif avant ou après l'acheminement au meilleur cours, dans le cas des ordres à traitement imposé.	Le but visé est de mesurer la taille d'un ordre actif à sa saisie sur un marché, autrement dit après la prise de décision sur l'acheminement.
	Alpha, Fair et CCL – Soutiennent le principe selon lequel un ordre saisi sur un marché qui rencontre un	L'OCRCVM prend acte des commentaires.



Libellé du projet de note d'orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
(b) au meilleur cours vendeur, s'il s'agit d'un achat, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies : (i) l'ordre, lorsqu'il est saisi sur le marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est de plus de 100 000 \$, (ii) au moment de l'exécution de la transaction contre l'ordre invisible, aucun ordre de vente visant le titre <u>compris dans le calcul du meilleur cours vendeur</u> n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours vendeur; (c) au meilleur cours acheteur, s'il s'agit d'une vente, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies : (i) l'ordre, lorsqu'il est saisi sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est de plus de 100 000 \$, (ii) au moment de l'exécution de la transaction contre l'ordre invisible, aucun ordre d'achat visant le titre <u>compris dans le calcul du meilleur cours acheteur</u> n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours acheteur. (2) Le paragraphe (1) ne s'applique pas si l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès est : (a) un ordre de base; (b) un ordre au cours du marché; (c) un ordre au cours de clôture; (d) un ordre au dernier cours; (e) un ordre au premier cours; (f) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.	ordre invisible devrait obtenir une amélioration du cours, tant qu'il ne franchit pas un certain seuil en termes de taille.	
	Fair, CSTA, EJ, ACCVM, ITC, MS, RBCGMA, Scotia, SIFMA, TD et TMX – Soutiennent le principe selon lequel les ordres visibles devraient être exécutés avant les ordres invisibles au même cours sur le même marché, parce que cela favorise la liquidité visible et protège les ordres sur le marché visible.	L'OCRCVM prend acte des commentaires.
	EJ, ACCVM, MS – Désapprouvent les restrictions en matière de taille proposées pour permettre l'exécution d'un ordre moyennant une liquidité invisible sans amélioration du cours. Estiment que le fait de permettre l'interaction entre les ordres de différentes tailles et les ordres invisibles au meilleur cours acheteur et vendeur national ne nuit pas au marché (à la condition que les ordres visibles soient exécutés en premier).	S'il fallait permettre que les ordres de n'importe quelle taille interagissent avec les ordres invisibles au meilleur cours acheteur et vendeur national après le déplacement d'ordres visibles, un marché opaque disposerait de moyens lui permettant d'exécuter n'importe quel petit ordre négociable sans amélioration du cours (puisque'il n'aurait pas à déplacer d'abord les ordres visibles). Cela va à l'encontre des objectifs visés par les Modifications.
	ACCVM – Craint que l'obligation liée à la priorité d'appariement puisse offrir un avantage commercial aux plateformes visibles qui procurent de la liquidité invisible.	Selon l'OCRCVM, un ordre affiché qui a directement contribué à la formation du cours devrait être protégé et avoir la priorité d'exécution au cours affiché. Les Modifications permettent l'exécution d'ordres actifs volumineux au même cours sur des marchés entièrement opaques et des plateformes visibles à liquidité invisible. Les Modifications ne font que protéger les ordres visibles sur ce marché en particulier au prix d'exécution.
	RBCGMA – Favorise l'appariement d'ordres invisibles volumineux au meilleur cours acheteur et vendeur national sans déplacer d'abord les ordres visibles, puisque cela va dans le sens qui sous-tend les types d'ordres invisibles.	Même si ce concept a été initialement proposé dans l'Énoncé de position conjoint 23-405 des ACVM et de l'OCRCVM, <i>La liquidité invisible sur le marché canadien</i>,¹⁸ les ACVM et l'OCRCVM ont révisé leur position et estiment que les ordres visibles devraient toujours avoir la priorité sur les ordres invisibles au même cours sur le même marché.

¹⁸ Paru dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, (2010), Vol. 7, n° 46, page 308



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	TD – Demande des précisions sur la définition de « même marché » dans le contexte d'un seul marché offrant deux registres distincts.	L'expression « ce marché » impose une restriction sur un registre pour ordres invisibles concernant l'exécution d'une transaction si des ordres visibles au même cours figurent dans un autre « registre » ou mécanisme que ce marché offre. La définition de marché englobe tous les registres et mécanismes d'une bourse, d'un SCDO ou d'un SNP en particulier.
	TMX – Accepte la proposition voulant qu'un ordre saisi sur un marché contre un ordre invisible doit obtenir une amélioration du cours, sauf s'il atteint un certain seuil en termes de volume.	L'OCRCVM prend acte du commentaire.
		Les Modifications ont été révisées pour préciser les ordres qui devraient être exécutés contre un ordre invisible. Aucune obligation n'est imposée à l'ordre invisible à l'égard d'un ordre « visible » sur ce marché qui est d'un type qui n'est pas compris dans le calcul du meilleur cours vendeur ou du meilleur cours acheteur même s'il est au meilleur cours. Le 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 est exclu du calcul du meilleur cours vendeur et du meilleur cours acheteur. Les lots irréguliers sont un type d'ordres assortis de conditions particulières. L'obligation a été précisée par l'ajout des mots « compris dans le calcul du meilleur cours vendeur » au sous-alinéa 6.6(1)b) (ii) après le mot « titre » et dans le cas du sous-alinéa c)(ii), par l'ajout des mots « compris dans le calcul du meilleur cours acheteur ».



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
7.12 Interdiction de se servir de la fonctionnalité d'un marché Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre sur un marché donné s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que le traitement de l'ordre par le marché et par les systèmes de négociation du marché pourrait faire en sorte que l'affichage ou l'exécution de l'ordre ne soit pas conforme à l'une des exigences applicables des RUIM.	EJ, MS, SIFMA – Estiment que l'OCRCVM devrait envisager de placer le fardeau de la conformité sur les marchés, plutôt que sur le participant. Craignent que les participants ne puissent être en mesure de respecter l'obligation de meilleure exécution et les dispositions prévues à la Règle sur la protection des ordres s'ils sont incapables d'acheminer les ordres vers un marché à fonctionnalité déficiente.	Même si l'OCRCVM est le fournisseur de services de réglementation pour l'ensemble des marchés, il n'a pas compétence dans le cas des bourses ou des SCDO et ne peut donc exiger qu'une fonctionnalité soit conforme aux exigences des RUIM. La meilleure exécution n'est atteinte que lorsque l'opération est effectuée conformément aux dispositions réglementaires. Par conséquent, l'exclusion de la capacité d'un participant ou d'une personne ayant droit d'accès de se servir d'une fonctionnalité du marché dans certains cas n'entraîne pas la violation de l'obligation de meilleure exécution.
Politique 6.1 – Saisie d'ordres sur un marché Article 1 – Prix d'exécution des ordres Un ordre peut être exécuté à l'échelon de prix établi par le marché pour 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, <u>Le marché déclare le prix d'exécution à l'agence de traitement de l'information et au fournisseur d'information. Si</u> l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information <u>le lui demande</u>, le marché déclare le prix auquel la transaction a été exécutée à l'échelon de cotation le plus proche. Si le prix correspond à un demi-échelon de cotation, il est arrondi à l'échelon de cotation supérieur.	RBC – Estime que la déclaration des fractions du prix d'exécution devrait être obligatoire, puisque le fait d'arrondir à l'échelon supérieur les prix des transactions biaise le fonctionnement des exécutions selon le cours moyen pondéré en fonction du volume, ce qui entraîne des divergences entre les prix d'exécution et les prix déclarés.	L'exigence actuelle permet de déclarer les fractions des prix d'exécution. Les Modifications ont été révisées pour prévoir la déclaration des fractions de prix d'exécution à l'agence de traitement de l'information et au fournisseur d'information, sauf indication contraire de la part de ceux-ci. Se reporter à la question 1 ci-après.
Questions : 1. Si les restrictions selon lesquelles une vente à découvert peut être effectuée sont abrogées, les autres emplois du dernier cours vendeur aux termes des RUIM justifient-ils le maintien de la restriction selon laquelle le dernier cours vendeur doit constituer un échelon de cotation entier?	Alpha, CCL et Triact – Estiment que le dernier cours vendeur ne doit pas constituer un échelon de cotation entier.	Il y a consensus entre les intervenants pour la levée de la restriction de l'échelon entier à l'exécution et à la déclaration des prix des transactions. Compte tenu de l'abrogation des restrictions sur le prix concernant les ventes à découvert qui prendra effet le 1^{er} septembre 2012, les Modifications ont été révisées pour supprimer l'exigence selon laquelle le « dernier cours vendeur » doit correspondre à un échelon de cotation entier. Sans motif réglementaire (conformité des ventes à découvert) pour un échelon entier, l'OCRCVM préconise une transparence intégrale après la transaction tout en reconnaissant les restrictions qui pourraient être imposées par les agences de traitement de l'information ou les fournisseurs d'information.



Libellé du projet de note d'orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	CSTA – Estime que le dernier cours vendeur ne doit pas constituer un échelon de cotation entier et que tous les fournisseurs de données sur les marchés devraient être tenus de déclarer le véritable prix d'exécution.	Se reporter à la réponse précédente.
	RBCGMA – Estime que la restriction concernant l'échelon de cotation entier devrait demeurer en place.	Se reporter à la réponse précédente.
	Scotia – Estime plus simple de permettre des échelons aux incréments inférieurs pour les derniers cours vendeurs, mais prévoit qu'il faudra apporter des changements au système ou développer un système pour tenir compte des changements.	Se reporter à la réponse précédente.
	TD – Recommande de supprimer la disposition obligeant que le dernier cours vendeur corresponde à un échelon de cotation entier, au nom de la transparence des marchés.	Se reporter à la réponse précédente.
	TMX – Estime qu'il faudrait conserver l'échelon de cotation entier pour éviter une complexité inutile. Par ailleurs, plusieurs règles régissant les marchés fonctionnent efficacement avec un dernier cours vendeur à un échelon de cotation entier.	La modification apportée à la définition de « dernier cours vendeur » aux fins des RUIM n'empêche pas les marchés d'adopter une définition révisée qu'ils estiment mieux adaptée à leurs propres besoins.
2. À l'heure actuelle, les RUIM prévoient que le cours de tous les ordres saisis sur un marché doit être fixé à un échelon de cotation. Avec l'adoption de la définition du meilleur cours qui permettra aux ordres d'être négociés à des échelons de cotation partiels, les RUIM devraient-elles permettre la saisie d'une application intentionnelle dotée d'un meilleur cours à un échelon de cotation partiel afin de favoriser le respect de l'obligation d'obtenir le meilleur cours prévue à la Règle sur la diffusion des ordres (paragraphe 6.3) et à la Règle sur les transactions pour compte propre (paragraphe 8.1)?	Alpha, CCL, CSTA, RBCGMA, Scotia et TD – Estiment que les RUIM devraient autoriser la saisie d'une application intentionnelle à meilleur cours.	L'OCRCVM reconnaît que les négociateurs peuvent adopter diverses stratégies qui donneraient ce résultat (comme scinder les ordres et négocier la moitié dans chaque sens du marché). Cependant, les Modifications ont été révisées pour autoriser une solution automatisée. Il est porté à l'attention des participants au marché que l'OCRCVM travaille à l'heure actuelle à la préparation d'une proposition globale pour les types d'ordres et les désignations d'ordres qu'il prévoit publier sous peu dans le cadre d'un appel à commentaires. Comme les Modifications ne demandent par ailleurs aucun changement à apporter aux systèmes par les participants, les personnes ayant droit d'accès ou les fournisseurs de services,



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l OCRCVM
		il est plutôt recommandé aux participants au marché d'aborder ce changement dans le contexte de la proposition élargie portant sur les types d'ordres et les désignations d'ordres.
	TMX – Estime qu'une application intentionnelle à meilleur cours n'est ni nécessaire ni utile à l'heure actuelle. Estime que la définition du meilleur cours précise mieux les exécutions contre les ordres invisibles, mais ne devrait pas déclencher d'autres modifications aux RUIM qui pourraient se répercuter sur la structure du marché.	Se reporter à la réponse précédente.
	TriAct – Estime que la saisie d'une application intentionnelle à meilleur cours aux fins de la Règle sur les transactions pour compte propre exige un examen plus approfondi. Estime que l'amélioration du cours suffisante pour les ordres pour comptes propres internalisés peut être différente de celle nécessaire pour l'exécution d'ordres à titre de mandataire contre des ordres invisibles.	Se reporter à la réponse précédente.
Commentaires généraux	Alpha – Note que la mise en œuvre d'une taille minimale prendra effet dix jours après l'avis et estime que ce délai est insuffisant pour achever les travaux techniques requis.	L'OCRCVM prend acte de la préoccupation et admet qu'un délai de mise en œuvre plus long pourrait être nécessaire pour apporter les changements techniques requis lorsque le seuil sera désigné et que les changements ultérieurs pourraient exiger vraisemblablement des délais plus courts. La désignation initiale ne sera faite qu'après la consultation publique. L'OCRCVM prévoit publier dans le cadre de l'appel à commentaires les résultats de son évaluation de l'impact des autres composantes des Modifications.
	Alpha, CSTA, ITG et SIFMA – Craignent que les changements aux règles sur la liquidité invisible soient suggérés sans preuves ni données qu'elles amélioreront la situation au Canada.	Selon l'OCRCVM, le fonctionnement des marchés opaques dans certains territoires a nui au mécanisme de formation des cours. L'OCRCVM a reconnu que la liquidité invisible au Canada n'a pas encore nui à la formation des cours. Les Modifications sont censées garantir que la croissance prévue de la liquidité invisible n'a aucune incidence négative. L'OCRCVM suivra l'effet des Modifications et compte publier les résultats de son analyse.



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	CCL – Encourage l'OCRCVM à régler la question des frais payés par les courtiers de détail pour éviter le détournement éventuel du flux d'ordres vers des plateformes de négociation américaines.	Bien que les frais soient l'un des facteurs qu'un participant prend en compte pour déterminer la meilleure exécution, l'obligation prédominante d'un participant est de veiller à ce que le client obtienne le produit net le plus élevé dans le cas d'une vente et le coût net le plus faible dans le cas d'un achat. L'OCRCVM sait que les écarts de coûts liés à l'exécution d'une transaction sur chacun des marchés constituent l'un des facteurs que les participants au marché prennent en considération pour prendre leurs décisions en ce qui a trait à l'acheminement des ordres. L'OCRCVM reconnaît également que la capacité concurrentielle des marchés fondée sur les frais était l'un des principes clés de l'introduction de multiples marchés. Comme il est mentionné dans le Point sur les discussions entourant le <i>Document de consultation conjoint 23-404 – Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada et autres innovations dans la structure des marchés au Canada</i> : « Les ACVM examinent actuellement tous les droits facturés par les marchés, dont les droits relatifs aux données, pour s'assurer que tous les droits d'accès aux services fournis par les marchés, dont les données, la négociation et l'acheminement, sont conformes aux dispositions du Règlement 21-101 sur l'accès équitable. »
	Fair – Estime qu'il est important que les organismes de réglementation poursuivent la surveillance de l'impact des marchés opaques à mesure que le marché évolue.	L'OCRCVM continuera à surveiller les marchés opaques et l'emploi des ordres invisibles. En particulier, l'OCRCVM surveillera l'impact des Modifications dans le cadre de l'examen de la taille minimale appropriée qu'il proposera pour les ordres invisibles.
	TD – Reconnaît le besoin de protéger les marchés visibles, mais estime que la démarche la plus efficace pour les protéger consiste à éliminer le déséquilibre des prix causé par le modèle « make/take » qui récompense ceux qui procurent de la liquidité et impute des frais à ceux qui la suppriment, qui a favorisé le détournement des ordres actifs hors des marchés visibles.	L'OCRCVM aimerait souligner que le modèle « make/take » n'est pas employé par l'ensemble des marchés pour les frais de négociation et que les frais de négociation sont censés former un des moyens qui permettent aux marchés d'être concurrentiels. Les frais de négociation imputés par un marché ne sont pas pris en compte pour la détermination du meilleur cours vendeur ou du meilleur cours acheteur. Puisque ces frais doivent être inférieurs à l'échelon de cotation minimal prescrit par les RUIM (se reporter au



Libellé du projet de note d orientation (les révisions suggérées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		paragraphe 8.2(4) de l'Instruction générale 21-101), le prix affiché permettra toujours d'obtenir pour le client soit le produit net le plus élevé, soit le coût net le plus faible.