

ARTICLE 5 - EXÉCUTION AU MEILLEUR COURS

5.1 Exécution d'ordres clients au meilleur cours

Un participant s'efforce d'exécuter chaque ordre client aux conditions les plus avantageuses pour le client le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché.

POLITIQUE 5.1 – EXÉCUTION D'ORDRES CLIENTS AU MEILLEUR COURS

Par exécution au meilleur cours, on entend une période raisonnable au cours de laquelle l'ordre est traité, et non uniquement le moment précis auquel il est exécuté. Le prix de la transaction pour compte propre doit aussi être justifié par la situation du marché. Les participants doivent tenir compte notamment des facteurs suivants :

- 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 d'offres d'achat et d'offres de vente;
- l'importance de l'écart entre les cours;
- la liquidité du titre.

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.

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 instructions.

Article 2 – Facteurs à examiner

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

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

Expressions définies :	NC 21-101 paragraphe 1.1 – « ordre » RUIIM paragraphe 1.1 – <i>affichage consolidé du marché, autorité de contrôle du marché, marché, marché organisé réglementé étranger, ordre client et participant</i>
Historique réglementaire :	Avec prise d'effet le 9 mars 2007, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification à la Politique 5.1 en vue d'y ajouter l'article 2. Avec prise d'effet le 16 mai 2008, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification à l'article 2 de la Politique 5.1 en vue de remplacer l'expression « marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada » par « marchés organisés réglementés étrangers ».
Avis relatif à l'intégrité du marché :	Le texte qui suit est celui de la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 publié le 1 ^{er} septembre 2006 sous le titre « Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés ». Des dispositions supplémentaires figurent aux Règles 3.1, 5.2, 5.3, 7.7 et 8.1.
Règle 5.1 – Meilleure exécution des ordres clients	L'obligation de surveiller des renseignements sur des ordres saisis et sur des transactions exécutées sur des marchés négociant le même titre incombe au participant qui traite l'ordre client. Ni les RUIIM ni les règles sur les SNP n'exigent d'un participant qu'il conserve un accès à la négociation à chaque marché canadien sur lequel un titre peut se négocier. Toutefois, en conséquence de la publication de l'avis des ACVM, ces dernières ont précisé leur exigence comme quoi chaque participant doit tenir compte des renseignements sur les ordres et les transactions provenant de l'ensemble des marchés qui négocient les mêmes titres lorsqu'ils s'acquittent de leurs obligations au titre de la meilleure exécution. Tel qu'il est précisé dans l'avis des ACVM, ces dernières s'attendent d'un participant qu'il prenne des dispositions avec un autre courtier qui est un participant du marché déterminé ou qu'il achemine un ordre directement à un marché déterminé, au besoin. De l'avis de l'OCRCVM, l'on s'attendrait d'un participant qu'il prenne de telles ententes si le marché déterminé avait fait preuve du fait qu'il est raisonnablement vraisemblable que le marché ait une liquidité à l'égard d'un titre déterminé par rapport à la taille de l'ordre client.

L'OCRCVM est également d'avis qu'un participant, en s'acquittant de l'obligation au titre de la meilleure exécution qui lui incombe, devrait tenir compte de la liquidité possible sur des marchés qui ne fournissent pas une transparence à l'égard des ordres dans un affichage consolidé du marché, par exemple BlockBook et MATCH Now, dans les cas suivants :

- le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant afin d'exécuter intégralement l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client;
- le marché qui n'est pas transparent a démontré qu'il est raisonnablement vraisemblable que le marché dispose d'une liquidité à l'égard de ce titre déterminé.

Tel qu'il a été initialement exposé dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-015 – *Orientation – Respect des obligations d'accorder le « meilleurs cours »*, l'OCRCVM est d'avis qu'un participant peut être tenu d'envisager des possibilités d'exécution existant dans des fonctionnalités particulières de négociation d'un marché si le cours auquel s'exécuteront des transactions dans ces fonctionnalités particulières constitue un meilleur cours que celui disponible sur un autre marché. Par exemple, tant BlockBook que Shorcan offrent des fonctionnalités en vue « d'établir » un volume supplémentaire moyennant le cours de la dernière transaction sur leur marché. Pour ce qui est de BlockBook, cette fonctionnalité s'appelle les « enchères subséquentes » et sur Shorcan la fonctionnalité est désignée « protocole d'expansion des transactions ». Il y a lieu de se reporter à l'Annexe A pour un exposé sommaire de ces fonctionnalités.

Si un participant, dans le cadre de son traitement de divers ordres valables jusqu'à révocation pour le compte de clients, a saisi les ordres sur un marché dont la séance de négociation est fermée pour la journée déterminée, l'OCRCVM ne s'attendrait pas à ce que le participant déplace les ordres en masse vers un marché qui continue à négocier ces titres. En jugeant de la meilleure exécution des ordres clients, le participant doit soupeser la perte éventuelle de priorité par rapport à la vraisemblance des possibilités d'exécution. Cependant, l'OCRCVM s'attendrait à ce que le participant continue à surveiller les possibilités d'exécution sur les marchés qui sont encore ouverts aux fins de négociation et à ce qu'il saisisse les ordres qui s'imposent si les ordres clients se négocieraient contre des ordres affichés sur le marché qui continue à négocier ces titres.

Un participant, en s'acquittant de l'obligation au titre de la meilleure exécution à l'égard d'un ordre client, n'est pas obligé de tenir compte d'un marché auquel les courtiers ne sont pas admissibles en vue d'un accès à la négociation. Si un marché restreint l'accès aux courtiers qui négocient pour compte propre, l'OCRCVM autoriserait un participant à exécuter une transaction sur ce marché pour compte propre puis à dénouer la position prise en sa qualité de contrepartiste dans le cadre d'une opération avec un ordre client sur un autre marché sans que ces opérations soient jugées constituer une « saisie en double » contraire à la Règle 2.2 des RUIIM visant les activités manipulatoires et trompeuses.

Il est rappelé aux participants qu'ils peuvent être tenus à d'autres obligations juridiques (notamment les exigences provenant des lois en valeurs mobilières applicables ou issues de la *common law*) envers leurs clients qui font que, dans certains cas, ils soient obligés de tenir compte d'autres marchés et de marchés organisés réglementés qui pourraient ne pas être visés par l'exigence imposée par la Règle 5.1 des RUIIM.

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est celui de la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 publié le 10 août 2007 sous le titre « **Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés** ». Des dispositions supplémentaires figurent aux Règles 2.2, 3.1, 5.2, 7.1.

Questions et réponses

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

7. Un participant est-il tenu de tenir compte de marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada dans le cadre de l'obligation d'accorder la « meilleure exécution » qui lui incombe?

L'OCRCVM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-002 – *Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007) qui contenait une série de modifications aux RUIIM y compris des facteurs supplémentaires que l'OCRCVM prendrait en ligne de compte afin d'établir si un *participant* s'était acquitté avec diligence de son obligation d'accorder la meilleure exécution à l'égard d'un ordre client. L'un des facteurs supplémentaires à examiner consiste à savoir si un *participant* a tenu compte de marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada (particulièrement si le marché principal à l'égard du titre se trouve à l'extérieur du Canada) dans le cadre du traitement d'un ordre client. L'ajout du facteur consistant à examiner les marchés organisés réglementés à l'extérieur du Canada dans le cadre de la meilleure exécution d'un ordre client calque une disposition sur la meilleure exécution contenue dans l'Instruction générale relative aux Règles de négociation des ACVM¹.

¹ Instruction générale 23-101, par. 4.1(3). Le libellé de ce paragraphe prévoit ce qui suit :

Dans la mesure où un marché étranger est pris en ligne de compte afin de fournir à un client la « meilleure exécution » conformément à la Règle 5.1, le *participant* aurait néanmoins une obligation envers des ordres dotés d'un meilleur cours sur les marchés canadiens aux termes de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2.

10. Quels sont les risques déterminés auxquels fait face un participant acceptant un ordre client « tout ou rien » dans le contexte de plusieurs marchés?

La Règle 5.1 des RUIIM exige d'un participant qu'il tente d'obtenir diligemment l'exécution de chaque ordre client selon les modalités les plus avantageuses pour le client aussi rapidement que possible selon la conjoncture du marché qui sévit à l'époque. Dans la mesure où un participant accepte des ordres « tout ou rien » de la part de clients, l'OCRCVM s'attend du participant qu'il adopte des politiques et procédures concernant le traitement de ces ordres clients et qu'il informe ses clients de cette politique, y compris des répercussions et des risques (c.-à-d., exécutions partielles) associés à l'utilisation d'un ordre « tout ou rien ». Si un *participant* n'a pas informé des clients de sa politique concernant le traitement des ordres « tout ou rien », l'OCRCVM s'attendrait à ce que le *participant* traite un ordre « tout ou rien » conformément aux directives du client.

Si un *participant*, dans le cadre du traitement d'un ordre « tout ou rien », prend en charge le risque d'une exécution partielle, c'est-à-dire, toute partie non comblée de l'ordre client est exécutée pour le client à même le compte d'erreur du *participant* ou l'exécution partielle est réattribuée au compte d'erreur du *participant*, ces ordres continuent d'être réputés des ordres clients, et doivent continuer à être désignés comme des ordres « clients » en bonne et due forme.

Si un ordre « tout ou rien » est « déclenché » et procède à contourner un ordre doté d'un meilleur cours sur un marché, l'OCRCVM jugerait que la transaction constitue une violation de la Règle 5.2. Une violation de la Règle 5.2 se produirait même si le marché ayant l'ordre doté du meilleur cours n'affiche pas un volume suffisant moyennant un meilleur cours afin de combler intégralement l'ordre « tout ou rien ». À la lumière du risque de devoir respecter l'obligation d'accorder le « meilleur cours » dont est assorti le recours à des ordres « tout ou rien », l'OCRCVM s'attend d'un *participant* qu'il ait une bonne compréhension de la manière dont le marché traite les ordres « tout ou rien » et que le *participant* prenne les mesures qui s'imposent afin de respecter toutes obligations d'accorder le « meilleur cours ».

Avis relatif à l'intégrité du marché : Le texte qui suit est celui de la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-019 publié le 21 septembre 2007 sous le titre « **Orientation – Saisie d'ordres clients sur des marchés, des installations et des fonctions non transparents** ». Des dispositions supplémentaires figurent aux Règles 5.2, 5.3 et 6.3.

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur l'application des exigences en matière de meilleure exécution, de priorité aux clients et de diffusion des ordres prévues par les Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIIM ») dans le cadre de la saisie d'ordres clients sur des marchés, des installations et des fonctions de marché qui ne diffusent pas de renseignements sur les ordres aux fournisseurs d'information.

Contexte

La partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (le « Règlement sur le fonctionnement du marché ») prévoit qu'un marché qui affiche des ordres à l'intention de toute personne doit fournir des renseignements exacts et à jour à l'agence de traitement de l'information, s'il en est, ou à un fournisseur d'information. Un marché n'est pas tenu de diffuser des renseignements sur les ordres à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information si le marché ne met pas les détails des ordres à la disposition de personnes autres que celles dont les services ont été retenus afin d'aider dans le cadre du fonctionnement du marché. Au 7 septembre 2007, les marchés des titres de participation qui sont :

- « transparents », soit les marchés qui diffusent des renseignements quant aux ordres, étaient les suivants : la Bourse de Toronto (« TSX »), la Bourse de croissance TSX et CNQ, y compris sa fonction « Pure Trading »;
- « non transparents », soit des marchés qui ne diffusent pas des renseignements quant aux ordres, étaient les suivants : BlockBook, Liquidnet et MATCH Now.

Dans un avenir proche, la TSX a l'intention de mettre en oeuvre les caractéristiques d'« appariement intercourrier » de sa fonction d'appariement prétransaction appelée « Alternative Trade eXecution » (« ATX »). Aux termes de la caractéristique d'« appariement intercourrier » d'ATX, une « intention » non transparente saisie par un participant qui participe à ATX peut être appariée aux intentions saisies par d'autres participants ou avec le flux d'ordres qui est destiné à la saisie dans le registre central des ordres à cours limité de la TSX. Tout « appariement » dans ATX doit avoir lieu entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur tel qu'affiché dans un affichage consolidé du marché (formé de tous les marchés « transparents » négociant le titre déterminé). L'appariement est déclaré à la TSX et exécuté dans le registre central des ordres à cours limité moyennant le cours qui correspond alors au meilleur cours acheteur ou au meilleur cours vendeur ou qui se situe entre les deux. L'une des caractéristiques d'ATX permet aux « intentions » provenant d'un compte déterminé d'être affectées à un « groupe de répartition de la priorité » (« GRP ») qui établira l'ordre dans lequel l'appariement des intentions aura lieu.

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

Ni BlockBook, ni Liquidnet ou encore MATCH Now ne fournit une transparence antérieure aux opérations de la manière envisagée par la partie 7 du Règlement sur le fonctionnement du marché à l'égard d'ordres saisis sur leur marché (au moyen de la fourniture de renseignements quant aux ordres à des fournisseurs d'information en vue d'une diffusion). BlockBook a recours à un mécanisme de signalement exclusif afin d'indiquer à l'ensemble des adhérents la présence de liquidité en fonction de certains paramètres. Pour ce qui est de Liquidnet, les adhérents sont avisés si un autre adhérent possède une « indication de liquidité » correspondante, après quoi une négociation individuelle des ordres peut avoir lieu. Ni BlockBook, ni Liquidnet ou encore MATCH Now ne prévoit de mécanismes pour que des ordres se voient attribuer des priorités différentes en vue de l'exécution hormis les priorités établies par le modèle d'exploitation du marché en cause.

Pour un récapitulatif comparatif des caractéristiques élémentaires de chaque marché, il y a lieu de consulter le tableau disponible par l'entremise de la page d'accueil de l'OCRCVM à l'adresse www.ocrcvm.ca sous le titre « Les marchés que nous réglementons ». Pour obtenir une orientation davantage détaillée de l'application des RUIIM à la négociation sur plusieurs marchés, il y a lieu de se reporter aux publications suivantes :

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-020 – *Orientation – Exigences en matière de conformité en vue de la négociation sur plusieurs marchés* (30 octobre 2006);
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 – *Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés* (10 août 2007).

Questions et réponses

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

2. Existe-t-il des circonstances dans lesquelles l'obligation d'accorder la « meilleure exécution » exigerait d'un participant qu'il tienne compte d'un marché, d'une installation ou d'une fonction « non transparent » ?

La Règle 5.1 des RUIIM exige d'un participant qu'il fasse preuve de diligence dans le cadre de l'exécution de chaque ordre client afin d'obtenir les modalités les plus avantageuses pour le client dès que possible selon la conjoncture du marché qui existe. L'OCRCVM est d'avis qu'un participant, dans le cadre de l'exécution de l'obligation qui lui incombe d'obtenir la meilleure exécution, devrait tenir compte de la liquidité possible sur des marchés qui ne procurent pas une transparence des ordres dans un affichage consolidé du marché, par exemple BlockBook et MATCH Now, si les **deux** conditions suivantes sont respectées :

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

Puisque l'accès à Liquidnet se limite à des institutions autres que des courtiers, un participant ne serait pas tenu de tenir compte de Liquidnet ou de tout autre marché auquel le participant ne pourrait pas par ailleurs, directement ou indirectement, obtenir un accès en vue de négocier en qualité de placeur pour compte.

6. Une « intention » saisie à l'ATX est-elle présumée constituer un « ordre » aux fins des RUIIM ?

Même si les Règles de la TSX font mention d'« intentions actives » et d'« intentions passives » saisies dans la fonction ATX (principalement afin d'éviter la confusion à l'égard d'ordres saisis dans le registre central des ordres à cours limité de la TSX), ces « intentions » constituent une indication ferme d'une volonté de faire l'acquisition ou la vente d'un titre qui peut être exécuté. En tant que telle, une « intention » saisie dans la fonction ATX est présumée constituer un « ordre » aux fins du Règlement sur le fonctionnement du marché et des RUIIM (et un ordre client saisi sur ATX comme « intention » sera surveillé par l'OCRCVM et assujéti à un examen dans le cadre d'un examen du pupitre de négociation entrepris par l'OCRCVM à l'égard d'un participant).

Néanmoins, ATX est une « fonction d'appariement » plutôt qu'un marché. Tout appariement d'un ordre ou d'une intention active avec une intention passive dans l'ATX ne constitue pas une transaction. L'appariement ne devient une transaction que lorsqu'il est exécuté dans le moteur de négociation de la TSX. En tant que tel, le point critique dans le temps aux fins de l'application de certaines dispositions des RUIIM se rapportant aux « transactions » tombe au moment de l'exécution de la transaction dans le registre central des ordres à cours limité de la TSX.

Procédures disciplinaires Dans l'affaire intéressant Valeurs mobilières TD Inc., (« VMTDI ») (5 juillet 2006) ASD 2006-007

Faits – Entre décembre 2003 et janvier 2005, VMTDI, à plusieurs reprises, a omis de transmettre des ordres clients au détail au courtier A, un teneur de marché de CNQ, en vue d'une saisie sur le marché CNQ. VMTDI a retenu des ordres clients qui soit n'étaient pas immédiatement négociables soit se situaient à l'extérieur de la cotation affichée, et ce jusqu'à l'expiration, y compris des ordres visant un nombre inférieur à 50 unités de négociation standard. Ces ordres sont venus à échéance sans avoir été comblés et sans avoir jamais été saisis sur CNQ. Il a également été établi que VMTDI avait omis de conserver une piste de vérification complète à l'égard de ces ordres.

Règlement convenu – VMTDI a omis de respecter les obligations qui lui incombait aux termes de plusieurs dispositions des RUIIM par rapport au traitement, à la négociation, à la conformité et à la supervision des ordres clients au détail visant des titres cotés à CNQ. En omettant d'envisager et de planifier en bonne et due forme avec le personnel de la supervision, de la conformité et de la négociation une méthode convenable de traitement et de surveillance des ordres clients destinés à CNQ, VMTDI a omis de respecter les obligations qui lui incombait envers les clients en matière de meilleure exécution et de diffusion des ordres relativement à certains ordres destinés à CNQ. En omettant d'adopter des politiques et procédures convenables que devaient suivre ses employés, VMTDI a omis de respecter les obligations en matière de supervision qui lui incombait aux termes des RUIIM.

Exigences examinées – Règles 5.1, 6.3(1), 10.11(1), 10.12(1), 7.1(1) et Politique 7.1

Sanctions – amende de 350 000 \$ et frais de 80 000 \$

Modifications proposées :

Pour de plus amples renseignements concernant les modifications actuellement proposées à la Règle 5.1 et à la Politique 5.1 prise aux termes des RUIIM – Exécution d'ordres clients au meilleur cours, veuillez vous reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-008 – *Avis de consultation – Dispositions concernant la meilleure exécution* (20 avril 2007) qui renferme les modifications proposées suivantes :

1. La règle 5.1 est supprimée et le texte suivant lui est substitué :

Un participant s'efforce avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances.

1. La Politique 5.1 est supprimée et le texte suivant lui est substitué :

Article 1 – Facteurs généraux à examiner

En recherchant les « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances », l'autorité de contrôle du marché s'attendrait d'un participant qu'il tienne compte d'un certain nombre de facteurs généraux, notamment les suivants :

- le cours auquel la transaction aurait lieu;
- la rapidité d'exécution;
- la certitude d'exécution;
- le coût global de l'opération.

Ces quatre grands facteurs englobent des examens davantage précis, portant, par exemple, sur la taille de l'ordre, la fiabilité des cotations, la liquidité, l'incidence sur le marché (le mouvement du prix qui se produit dans le cadre de l'exécution d'un ordre) et le coût de renonciation (l'occasion perdue d'obtenir un meilleur cours lorsqu'un ordre n'est pas comblé au moment le plus avantageux). Le coût global de l'opération est censé inclure, le cas échéant, tous les coûts associés au fait d'accéder à un ordre ou d'exécuter une transaction, lesquels sont répercutés sur le client, y compris les frais découlant de la négociation sur un marché déterminé, les frais de jorney (c.-à-d., tous frais imputés entre des courtiers afin de fournir un accès à la négociation) et les coûts liés au règlement.

En examinant les circonstances, les participants devraient tenir compte de « la conjoncture du marché » et, notamment, des facteurs suivants :

- 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 d'offres d'achat et d'offres de vente;
- l'importance de l'écart entre les cours;
- la liquidité du titre.

Article 2 – Facteurs déterminés à examiner

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

- toute directive précise du client concernant l'exécution de l'ordre;
- le fait que le participant a tenu compte d'ordres sur un marché qui a fait preuve

d'une vraisemblance raisonnable de liquidité à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client;

- le fait que le participant a tenu compte de la liquidité possible sur des marchés qui n'assurent pas la transparence d'ordres dans un affichage consolidé du marché si les conditions suivantes sont réunies :
 - o le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant afin d'assurer l'exécution intégrale de l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client,
 - o le marché non transparent a indiqué qu'il existe une vraisemblance raisonnable qu'il disposera d'une liquidité à l'égard du titre donné.

Article 3 – Prise en compte de marchés organisés réglementés

Afin d'établir s'il convient d'envisager l'exécution d'un ordre client sur un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada, le participant peut tenir compte, en plus des facteurs énoncés aux articles 1 et 2, des facteurs suivants :

- la liquidité disponible affichée sur un marché par rapport à la taille de l'ordre client;
- l'ampleur de la négociation à l'égard d'un titre donné sur le marché organisé réglementé par rapport au volume de négociation sur des marchés;
- l'ampleur du risque lié au règlement auquel il fait face dans un territoire étranger;
- l'ampleur du risque de fluctuation du cours des devises étrangères.

Article 4 – Assujettissement à l'obligation d'accorder le meilleur cours

Nonobstant toute directive ou tout consentement de la part du client, le fait d'accorder la « meilleure exécution » à l'égard d'un ordre client est assujetti au respect de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » tel que prévu à la règle 5.2. Dans le même ordre d'idées, si un marché organisé réglementé à l'extérieur du Canada est pris en ligne de compte afin de procurer au client la « meilleure exécution », le participant a une obligation envers les ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés qui peuvent s'imposer en vue du respect de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » en vertu de la règle 5.2.