

7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 8°, 32° et 34°, et 331.2; 2007, c. 15; 2008, c. 7; 2008, c. 24)

Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, le règlement suivant dont le texte est publié ci-dessous, pourra être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de leur publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché.*

Vous trouverez également ci-dessous, le projet de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit avant le **15 janvier 2009**, en s'adressant à :

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

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Le 17 octobre 2008

Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières

(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 8°, 9.1°, 15°, 26°, 32° et 34°, et 331.2; 2007, c. 15; 2008, c. 7; 2008, c. 24)

Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociations

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, le règlement suivant dont le texte est publié ci-dessous, pourra être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de leur publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociations.*

Vous trouverez également ci-dessous, le projet de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociations*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit avant le **15 janvier 2009**, en s'adressant à :

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

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Le 17 octobre 2008

Avis de consultation

Projet de Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché

Projet de Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation

I. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation des projets de règlements (les « projets de règlements ») modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») (ensemble, les « textes sur les SNP ») ainsi que des projets de modification des instructions générales correspondantes.

Les projets de règlements traitent principalement de la protection contre les transactions hors cours (le « régime de protection contre les transactions hors cours »). Ils proposent un cadre en vertu duquel tous les ordres à cours limité visibles, immédiatement accessibles et dotés d'un meilleur cours doivent être exécutés avant les autres ordres à cours limité dotés de cours inférieurs, quel que soit le marché sur lequel ils sont saisis. Les projets de règlements traitent également de la synchronisation des horloges, des prescriptions techniques pour les marchés, des règles applicables aux agences de traitement de l'information et des obligations d'information en matière de meilleure exécution.

II. Contexte

Le 22 juillet 2005, les ACVM ont publié le Document de discussion 23-403, *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours* (le « document de discussion de 2005 »)¹, qui traitait des faits nouveaux sur les marchés et de leur incidence sur le marché des capitaux du Canada, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours (l'« interdiction de transaction hors cours »).

Le document de discussion de 2005 posait un certain nombre de questions destinées à cerner les valeurs et les règles importantes pour les participants au marché canadiens. Vu l'importance des enjeux relatifs à l'interdiction de transaction hors cours et leur incidence possible sur le marché des capitaux du Canada, les ACVM ont organisé une tribune publique le 14 octobre 2005 afin de permettre à tous les intéressés de participer aux discussions sur l'interdiction de transaction hors cours².

Les ACVM ont reçu des commentaires au sujet de certains enjeux soulevés dans le document de discussion de 2005 à l'égard desquels il ne s'est souvent pas dégagé d'opinion majoritaire, les points de vue étant partagés environ à parts égales. Toutefois, la majorité des intervenants étaient d'avis que la totalité des ordres visibles dotés d'un meilleur cours devraient être exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur.

Le 20 avril 2007, les ACVM et Services de réglementation du marché inc. (SRM), désormais l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), ont publié un avis conjoint sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés (l'« avis conjoint »)³ qui présentait :

- une proposition de régime de protection contre les transactions hors cours;

¹ Pour une mise en contexte, voir le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 29, 2005-07-22.

² La transcription de la tribune sur les transactions hors cours est publiée sur le site Web de la CVMO, à l'adresse suivante : http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part2/rule_20051014_23-403_trade-through-forum.pdf (en anglais seulement).

³ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 4, n° 16, 2007-04-20.

- des projets de modifications réglementaires relatives à l'accès aux marchés;
- des projets de modifications réglementaires relatives à la meilleure exécution.

Les ACVM ont publié la version finale des projets de modifications réglementaires relatives à la meilleure exécution le 20 juin et à nouveau le 5 septembre 2008. Elles sont entrées en vigueur le 12 septembre. Nous comptons réexaminer les projets de modifications réglementaires relatives à l'accès aux marchés et les republier pour consultation en 2009.

Le régime de protection contre les transactions hors cours publié avec le présent avis repose en grande partie sur ces propositions et sur les réponses des intervenants, qui s'y sont pour la plupart montrés favorables.

Nous avons reçu dix-neuf mémoires en réponse à la consultation lancée en avril 2007. Nous avons examiné les commentaires reçus et remercions tous les intervenants. La liste des intervenants et un résumé des commentaires portant sur les transactions hors cours, accompagné de nos réponses, figurent à l'annexe A du présent avis.

Pour prendre connaissance de l'analyse coûts-avantages réalisée par les ACVM au sujet des projets de règlements, se reporter au document intitulé *Cost Benefit Analysis, Proposed Amendments to National Instrument 21-101 Marketplace Operations and National Instrument 23-101 Trading Rules* (en anglais seulement).

III. La protection contre les transactions hors cours

1. Qu'est-ce que la protection contre les transactions hors cours?

La protection contre les transactions hors cours garantit l'exécution de tous les ordres à cours limité immédiatement accessibles, visibles et dotés d'un meilleur cours avant les ordres à cours limité dotés d'un cours inférieur. La plupart des intervenants convenaient que tous les participants au marché ont envers l'ensemble du marché l'obligation de ne pas exécuter de transactions hors cours (c'est-à-dire de ne pas contourner les ordres à un meilleur cours au profit d'ordres dotés d'un cours inférieur). Contrairement à l'obligation d'obtenir la meilleure exécution, cette obligation n'est pas une obligation fiduciaire, et il n'est pas possible d'y déroger⁴. Nous proposons que la protection contre les transactions hors cours s'applique dès lors qu'au moins deux marchés affichant des ordres protégés sont ouverts.

2. Pourquoi cette protection est-elle importante?

Nous considérons que la protection contre les transactions hors cours est importante pour maintenir la confiance des investisseurs et l'équité du marché, surtout dans un marché où les investisseurs individuels sont nombreux et vu les attentes de longue date en la matière. On peut avancer que, sans cette protection, les investisseurs ne seraient pas suffisamment encouragés à contribuer à la formation des cours parce que ceux qui dévoilent leurs intentions n'auraient aucune assurance que leurs ordres dotés d'un meilleur cours seraient exécutés, tandis que d'autres pourraient se servir de ces renseignements pour établir les cours auxquels ils effectueraient leurs opérations. La confiance accroît la liquidité du marché et augmente l'efficacité du processus de formation des cours.

3. Le régime actuel

À l'heure actuelle au Canada, la protection contre les transactions hors cours est un aspect de l'obligation d'obtenir le meilleur cours prescrite par l'OCRCVM dans la Règle 5.2, *Meilleur cours* de ses Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) (la « règle des RUIM sur le meilleur cours »). Cette règle oblige les courtiers qui effectuent des opérations sur les marchés ayant engagé l'OCRCVM à déployer des efforts raisonnables pour obtenir le meilleur cours disponible. Elle prévoit plusieurs exceptions et indique en

⁴ Le point 4f) de la partie III du présent avis traite des transactions hors cours et de la meilleure exécution.

termes généraux les facteurs pris en considération pour déterminer si des efforts raisonnables ont été déployés⁵.

Dans le passé, l'application de la règle des RUIM sur le meilleur cours ne posait aucun problème pour les raisons suivantes :

- il n'existait pas plusieurs marchés négociant les mêmes titres au Canada;
- les systèmes technologiques des marchés faisaient respecter l'obligation d'exécution au meilleur cours (l'interdiction de transaction hors cours);
- seuls les courtiers avaient un accès direct aux marchés existants.

La multiplicité des marchés négociant les mêmes titres a recentré l'attention sur les règles actuelles relatives à l'interdiction de transaction hors cours.

Actuellement, la règle des RUIM sur le meilleur cours ne s'applique qu'aux courtiers, qui n'ont donc pas les mêmes obligations que les autres utilisateurs des SNP. En outre, elle ne prévoit pas l'infrastructure nécessaire pour prévenir efficacement les transactions hors cours. Ainsi, elle n'autorise pas d'ordre de balayage intermarchés qui permettrait aux participants d'acheminer simultanément des ordres à plusieurs marchés.

Lorsque plusieurs marchés ont commencé à négocier les titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto, les courtiers canadiens ont éprouvé des difficultés à se conformer à la règle des RUIM sur le meilleur cours. La technologie n'était pas encore assez évoluée pour leur permettre de surveiller plusieurs marchés et d'acheminer efficacement les ordres vers ceux qui affichaient le meilleur cours. Qui plus est, les données sur les ordres n'étaient pas consolidées. Pour remédier à cette situation, SRM a alors proposé d'allonger la liste des facteurs à prendre en considération pour déterminer si les courtiers déployaient des « efforts raisonnables » afin d'obtenir le meilleur cours. Elle a introduit une règle d'application immédiate prenant effet le 16 mai 2008⁶, qui a ajouté à la liste les facteurs suivants :

- le fait que le courtier utilise un mécanisme d'acheminement des ordres fourni par lui ou un marché;
- le fait que le courtier s'en remet à un autre courtier pour acheminer ses ordres;
- la date de lancement du marché;
- le fait que le marché a été victime d'un mauvais fonctionnement important ou d'une interruption de service importante;
- le fait que les données transmises par le marché sont facilement utilisées par les courtiers;
- le fait que le marché exécute un nombre démesurément élevé d'ordres à un cours inférieur ou qu'il n'exécute pas les ordres.

En vertu de la règle des RUIM sur le meilleur cours, les courtiers sont tenus d'adopter et d'appliquer des politiques et des procédures indiquant la façon dont ils s'acquitteront de leur obligation d'obtenir le meilleur cours. Cette solution devait être temporaire, en attendant que les ACVM élaborent et appliquent un régime de protection contre les transactions hors cours. Au cours des prochaines semaines, l'OCRCVM publiera son projet de modification de la règle des RUIM sur le meilleur cours en réponse au projet de règlement des ACVM sur la protection contre les transactions hors cours.

4. Le régime de protection contre les transactions hors cours

À ce stade, les ACVM proposent de modifier les règlements sur les SNP pour imposer aux marchés une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre. Nous avons étudié les mémoires reçus en réponse à l'avis conjoint et au document de discussion de 2005 ainsi que les tendances internationales en matière de transactions hors cours. Nous nous sommes notamment intéressés à la règle de protection

⁵ Voir la Règle 5.2, *Meilleur cours* des RUIM ainsi que la politique s'y rapportant.

⁶ La règle sur le meilleur cours a été publiée pour consultation le 16 mai 2008, ARIM 2008-009.

des ordres prescrite par le règlement dit *Regulation NMS* de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis ainsi qu'à sa mise en œuvre, et avons examiné la directive concernant les marchés d'instruments financiers (la « directive MIF ») appliquée en Europe.

a) Principaux aspects du régime de protection contre les transactions hors cours

i) Obligation des marchés

Le régime de protection contre les transactions hors cours obligerait chaque marché à établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher des transactions hors cours sur ce marché. Les marchés seraient tenus de contrôler régulièrement l'efficacité de ces politiques et procédures et d'en corriger rapidement les lacunes. L'objectif visé est d'obliger les marchés à éliminer les transactions hors cours qu'il est raisonnablement possible d'empêcher, mais aussi de leur laisser de la latitude sur les moyens d'y arriver. Les marchés peuvent s'acquitter de l'obligation de plusieurs façon, notamment en établissement volontairement des liens directs avec d'autres marchés ou en concevant des algorithmes de négociation particuliers. Cependant, ils ne pourraient pas contourner leurs obligations en établissant des politiques et procédures obligeant les participants au marché à prendre des mesures raisonnables pour empêcher les transactions hors cours à leur place.

Question 1 : Faut-il permettre aux marchés de transférer à leurs participants l'obligation de protection contre les transactions hors cours? Dans quelles circonstances? Quelles seraient les conséquences pratiques de cette permission?

Les marchés seraient tenus de fournir leurs politiques et procédures ainsi que toute modification à l'autorité en valeurs mobilières et à leur fournisseur de services de réglementation 45 jours avant de les mettre en œuvre. On s'attend également à ce qu'ils conservent de l'information permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de ces politiques et procédures⁷.

La majorité des intervenants qui ont présenté des commentaires en réponse au document de discussion de 2005 et à l'avis conjoint étaient favorables à l'imposition de l'obligation aux marchés.

ii) Ordres protégés

La protection contre les transactions hors cours ne s'appliquerait qu'à certains ordres (les « ordres protégés »). Un ordre protégé serait défini comme « une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée », soit un ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui est affiché sur un marché disposant de la fonctionnalité automatisée et dont l'information est fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information⁸. Les ACVM ne considèrent pas comme des ordres protégés les ordres assortis de conditions spéciales qui ne sont pas immédiatement exécutable ou qui sont inscrits sur les registres des conditions spéciales, notamment tout ou rien, une quantité minimale ou une livraison au comptant ou différée⁹. Cependant, les personnes qui exécutent leurs ordres contre ces types d'ordres sont tenues de les exécuter d'abord contre tous les ordres dotés d'un meilleur cours. Le marché disposant de la fonctionnalité automatisée pourrait faire ce qui suit immédiatement et automatiquement :

- désigner un ordre entrant saisi électroniquement sur le marché comme devant être exécuté sinon annulé;
- exécuter tout ordre « exécuter sinon annuler »;
- annuler les tranches non exécutées de cet ordre;

⁷ Projet d'article 6.1 du Règlement 23-101.

⁸ Projet de définition à l'article 1.1 du Règlement 23-101.

⁹ Voir le paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101.

- transmettre une réponse à l'auteur de l'ordre pour lui indiquer la mesure prise;
- afficher de l'information mettant à jour l'ordre affiché¹⁰.

Le marché serait également tenu de se doter de politiques et procédures relatives au traitement et à l'affichage de ces ordres (à inclure dans les politiques et procédures prévues à l'article 6.1 du règlement) et d'aviser immédiatement tous les fournisseurs de services de réglementation et tous les autres marchés des pannes, mauvais fonctionnements ou retards importants de ses systèmes ou de son matériel¹¹.

iii) Pleine profondeur du registre

Le régime de protection contre les transactions hors cours s'appliquerait à toutes les tranches visibles des ordres inscrits dans le registre, c'est-à-dire à la pleine profondeur du registre. Autrement dit, le marché qui souhaiterait exécuter un ordre à un cours inférieur devrait veiller à ce que tous les ordres protégés visibles et dotés de meilleurs cours soient exécutés. Cette démarche est différente de celle adoptée dans le règlement dit *Regulation NMS* aux États-Unis, qui ne protège que la meilleure offre d'achat et la meilleure offre de vente sur chaque marché (« tête du registre »). Dans le document de discussion de 2005 et l'avis conjoint, nous avons demandé aux intervenants ce qu'ils pensaient de n'imposer l'obligation qu'à la tête du registre. La majorité d'entre eux ont répondu qu'ils étaient en faveur d'une protection contre les transactions hors cours qui s'appliquerait à tous les ordres visibles, quelle que soit leur position dans le registre, ce qui s'accorde avec la règle actuelle des RUIM sur le meilleur cours.

iv) Ordres visibles

Le régime de protection contre les transactions hors cours ne s'appliquerait qu'aux ordres ou tranches d'ordres visibles. En d'autres termes, il faudrait que les ordres soient affichés par le marché et que l'information les concernant ait été fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information.

En outre, les ordres cachés ou les tranches d'ordres iceberg qui ne sont pas visibles ne seraient pas protégés. Actuellement, les tranches non divulguées d'un registre par ailleurs transparent sont évitées au moyen de l'identificateur de contournement introduit par l'OCRCVM¹². Cet identificateur indique au marché que l'ordre acheminé ne devrait pas être exécuté contre des ordres cachés. Il est prévu qu'il deviendra l'identificateur utilisé pour les ordres de balayage intermarchés dont il est question ci-dessous.

b) Transactions hors cours « autorisées »

L'objectif général de la protection contre les transactions hors cours est de promouvoir la confiance dans le marché et l'équité d'un marché où les tranches visibles des ordres à cours limité dotés du meilleur cours ont préséance sur les ordres dotés de cours inférieurs. Il faut toutefois reconnaître que les questions de prévention des transactions hors cours dans un contexte de marchés multiples ont grandement gagné en complexité, notamment en raison de l'apparition de nouveaux types d'ordres et de l'évolution de la structure du marché au Canada.

En conséquence, nous proposons d'autoriser les transactions hors cours dans plusieurs cas¹³. Ces transactions hors cours « autorisées », ou « exceptions », ont pour objectif premier d'établir une protection intermarchés effective contre les transactions hors cours tout en permettant l'utilisation de stratégies de négociation et de types d'ordres utiles pour les investisseurs. Elles visent à promouvoir l'équité, l'innovation et la concurrence.

¹⁰ Projet de modification de l'article 1.1 du Règlement 23-101.

¹¹ Projet d'article 6.4 du Règlement 23-101.

¹² L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008 approuvant des modifications aux RUIM, *Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »*, a été publié le 16 mai 2008.

¹³ La liste des transactions hors cours « autorisées » figure au projet d'article 6.2 du Règlement 23-101.

Bien que tous les participants au marché aient envers celui-ci une obligation de protection contre les transactions hors cours, le marché peut, dans certains cas, contourner des ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur d'autres marchés lorsqu'un participant a pris certaines mesures (par exemple, acheminé un ordre de balayage intermarchés). Dans ces cas, il importe que les participants au marché se dotent de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours et qu'ils conservent de l'information permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de l'article 6.1 du Règlement 23-101¹⁴.

i) Panne, mauvais fonctionnement ou retard important des systèmes ou du matériel

Nous proposons une exception en cas de panne, de mauvais fonctionnement ou de retard important des systèmes d'un marché (« difficultés techniques »)¹⁵. Tout manquement répété d'un marché à répondre dès la réception d'un ordre constituerait un retard important en vertu du régime de protection contre les transactions hors cours. Cette exception devrait procurer aux marchés la marge de manœuvre dont ils ont besoin lorsqu'ils traitent avec un autre marché dont les systèmes connaissent des difficultés techniques (qu'elles puissent être résolues à brève échéance ou non). Il incombe au marché qui connaît des difficultés techniques d'en informer tous les autres marchés, ses participants et les fournisseurs de services de réglementation. Toutefois, s'il manque à plusieurs reprises de répondre immédiatement aux ordres reçus et ne diffuse aucun avis pour signaler ses possibles difficultés techniques, le marché qui lui achemine un ordre ou tout participant au marché peut se prévaloir du paragraphe *a* de l'article 6.2 du Règlement 23-101, conformément aux politiques et procédures dont il s'est doté pour réagir aux difficultés techniques. Le marché ou le participant au marché doit aviser immédiatement le marché qui semble éprouver des difficultés techniques, ses propres participants au marché, le cas échéant, et tous les fournisseurs de services de réglementation. Cet avis permettra au marché qui éprouve des difficultés techniques de déterminer si c'est vraiment le cas.

Question 2 : Quel délai devrait être considéré comme une réponse « immédiate » du marché qui reçoit un ordre?

ii) Les ordres de balayage intermarchés

Nous proposons une exception permettant d'exécuter des ordres de balayage intermarchés. Un ordre de balayage intermarchés (OBI) est désigné comme tel pour informer le marché destinataire qu'il peut l'exécuter immédiatement, sans égard aux ordres dotés d'un meilleur cours qui sont affichés par un autre marché¹⁶. Un ordre peut être désigné comme « OBI » par un marché ou un participant au marché. La définition prévoit que plusieurs OBI peuvent être acheminés simultanément pour exécution contre des ordres protégés. En outre, les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul OBI pour exécution contre la meilleure offre d'achat ou de vente protégée. Un OBI peut permettre aux participants d'exécuter des ordres visant des blocs importants de titres, pour autant qu'ils en acheminent plusieurs simultanément pour exécution contre des ordres dotés de meilleurs cours. Cette exception vise à faciliter le respect de l'interdiction de transaction hors cours.

iii) Les ordres oscillants

La croissance de la négociation algorithmique et informatisée a entraîné une hausse notable du nombre d'ordres éphémères (souvent saisis puis annulés en quelques secondes) pour chaque opération exécutée, ce qui a augmenté le nombre de fois qu'un ordre doté d'un meilleur cours peut être affiché. Étant donné la fluctuation rapide des cours, il est possible que des transactions hors cours, au sens strict, se produisent même si toutes les précautions raisonnables ont été prises et que des efforts légitimes ont été déployés en vue d'exécuter une opération au meilleur cours disponible. C'est pourquoi nous proposons d'autoriser les transactions hors cours qui se produisent lorsque le marché affichant le meilleur cours qui a

¹⁴ Projet de paragraphe 3 de l'article 6.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101.

¹⁵ Projet de paragraphe *a* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

¹⁶ Projets de paragraphes *b* et *c* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

été contourné avait affiché, immédiatement avant l'opération, un ordre à un cours égal ou inférieur à celui de la transaction hors cours¹⁷.

iv) Les ordres non normalisés

Nous avons inscrit les « ordres non normalisés » sur la liste des transactions hors cours « autorisées ». Ces ordres d'achat ou de vente d'un titre sont assortis de conditions de règlement qui ne sont pas établies par le marché à la cote duquel le titre est inscrit ou sur lequel il est coté¹⁸. Toutefois, aucun participant au marché ne saurait ajouter de condition de règlement particulière à la seule fin de faire d'un ordre un ordre non normalisé qui donne droit à l'exception prévue par le régime de protection contre les transactions hors cours.

v) Les ordres à cours calculé

Nous proposons une exception pour les ordres dont le cours n'est pas connu au moment où ils sont saisis et doit être calculé en fonction du cours du titre au moment de l'exécution, mais n'y sera pas nécessairement égal¹⁹. Les ordres visés par cette définition sont les suivants :

- l'ordre au cours du marché, dont le cours est calculé par le système de négociation du marché au moment fixé par ce dernier;
- l'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, dont le cours est déterminé selon une formule qui mesure le cours moyen sur un ou plusieurs marchés;
- l'ordre au premier cours, qui est doté du cours d'ouverture établi par le marché selon sa propre formule;
- l'ordre au dernier cours, qui est exécuté au cours de clôture sur un marché donné, mais saisi avant que ce cours ne soit connu;
- l'ordre de base, qui doit être approuvé par un fournisseur de services de réglementation pour garantir que le cours est fonction du cours d'une ou de plusieurs opérations sur dérivés exécutées parallèlement à des opérations sur des titres qui représentent au moins 80 % du sous-jacent des dérivés²⁰.

vi) Les ordres au cours de clôture

Nous proposons aussi une exception pour les ordres d'achat ou de vente d'un titre coté qui sont saisis sur un marché et seraient exécutés au cours de clôture du titre sur ce marché une fois qu'il a été établi²¹. Certains marchés permettent les négociations hors séance à des cours établis par eux pendant la séance à des participants au marché qui sont comparés à un certain cours de clôture. Nous proposons donc d'autoriser les transactions hors cours découlant de l'exécution de ces opérations pour qu'il ne soit pas nécessaire de tenir compte des ordres dotés d'un meilleur cours sur les autres marchés.

vii) Les marchés croisés

Nous proposons une exception pour les transactions hors cours qui se produisent lorsque la meilleure offre d'achat protégée est supérieure à la meilleure offre de vente protégée (marché croisé)²². Sans cette exception, il serait impossible d'exécuter des opérations en cas de marché croisé car il s'agirait de transactions hors cours. Les ACVM reconnaissent que des marchés croisés peuvent se produire du fait que la protection contre les transactions hors cours ne s'applique qu'aux ordres ou tranches d'ordres affichés et non aux ordres cachés ou en réserve. Quiconque réaliserait une opération croisée intentionnellement pour tirer avantage de cette exception commettrait une infraction au projet d'article 6.5 du Règlement 23-101.

¹⁷ Projet de paragraphe *d* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

¹⁸ Projet de sous-paragraphe *i* du paragraphe *e* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

¹⁹ Projet de sous-paragraphe *ii* du paragraphe *e* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

²⁰ Projet d'article 2.3 de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101.

²¹ Projet de sous-paragraphe *iii* du paragraphe *e* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

²² Projet de paragraphe *f* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

Question 3 : Faut-il prévoir d'autres exceptions?**c) Accès aux marchés**

L'avis conjoint contenait plusieurs questions sur l'accès, dont les suivantes :

- Faudrait-il établir un seuil à partir duquel les SNP seraient tenus d'octroyer l'accès à tous les groupes de participants au marché?
- Les marchés spécialisés devraient-ils ne pas refuser l'accès aux non-membres ou non-adhérents ou être tenus de leur fournir l'accès direct aux ordres si aucun membre ni adhérent n'offre ce service?

De nombreux intervenants étaient en faveur d'un seuil à partir duquel les marchés seraient tenus de fournir l'accès. Au lieu de fixer un seuil à partir duquel les SNP doivent donner accès à tous les participants au marché, nous avons proposé d'apporter des modifications à l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 pour améliorer les dispositions de ce règlement sur l'accès équitable²³. En vertu de ces dispositions, les marchés sont tenus de fournir un accès équitable à tous leurs services. Ils devraient également donner un accès équitable et efficient à leurs services aux fins de la conformité aux obligations proposées en matière de transactions hors cours. Pour le moment, nous estimons que les dispositions relatives à l'accès équitable et les propositions de modifications de cette instruction générale suffisent à garantir l'accès équitable aux marchés, que ce soit directement ou indirectement. Nous ferons le suivi de la question.

En ce qui concerne l'accès des non-membres et non-adhérents, nous jugeons qu'aucun marché ne devrait être tenu de leur fournir un accès direct. Il incombe aux marchés de déterminer la meilleure façon de respecter l'interdiction de transaction hors cours. Nous comptons approfondir la question de l'accès dans le cadre du comité sectoriel de mise en œuvre (décrit ci-après).

Question 4 : Quelles sont les options qui s'offrent aux marchés pour acheminer les ordres vers d'autres marchés? Veuillez élaborer.**d) Plafonnement des frais de négociation**

Dans l'avis conjoint, nous nous demandions s'il fallait plafonner les frais facturés par les marchés pour exécuter des opérations visant à respecter l'interdiction de transaction hors cours. Plusieurs intervenants avaient des réserves au sujet d'un plafond spécifique imposé par opération. Ils préféreraient une démarche fondée sur des principes qui obligerait les marchés à fixer des frais de négociation raisonnables.

Selon les ACVM, il est important d'empêcher les marchés d'augmenter leurs frais de façon notable pour tirer parti du régime de protection contre les transactions hors cours. Nous proposons donc un régime qui interdirait aux marchés *i)* d'exiger des frais pour exécuter un ordre en vue de se conformer à l'interdiction de transaction hors cours qui sont égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle universelle d'intégrité du marché 6.1 de l'OCRCVM, modifiée, ou *ii)* de fixer des conditions qui entraînent une discrimination entre les ordres acheminés à ce marché pour empêcher les transactions hors cours et les ordres créés sur ce marché.

Question 5 : Les ACVM devraient-elles plafonner les frais qui peuvent être exigés pour accéder à un ordre en application de l'interdiction de transaction hors cours? Dans l'affirmative, convient-il d'utiliser l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle universelle d'intégrité du marché 6.1 de l'OCRCVM comme plafond?

²³ Projet de modification des articles 7.1 et 8.2 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101.

e) Marchés figés et croisés

Il se produit un « marché figé » lorsqu'un même titre se négocie sur plusieurs marchés et qu'une offre d'achat sur un marché est faite à un cours identique à une offre de vente sur un autre marché. Si les deux ordres avaient été saisis sur le même marché, l'offre d'achat et l'offre de vente aurait été appariées et une opération aurait été exécutée. Lorsqu'un marché est figé, il existe deux façons de le débloquent :

- généralement, d'autres acheteurs et vendeurs se manifestent, ce qui donne lieu à des opérations et à une correction immédiate;
- l'un des participants qui a causé l'impasse retire son ordre et le passe sur un autre marché en vue d'une exécution immédiate.

Il se produit un « marché croisé » lorsque l'offre d'achat d'un participant sur un marché est supérieure à l'offre de vente d'un autre participant sur un autre marché. Cette situation ne dure habituellement pas longtemps puisqu'un participant profite généralement de l'occasion d'arbitrage.

Le projet d'article 6.5 du Règlement 23-101 interdit aux participants au marché de figer ou de croiser le marché intentionnellement en saisissant une offre d'achat à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée ou une offre de vente à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. Cet article vise les cas dans lesquels le participant au marché saisit un ordre pour figer ou croiser intentionnellement un marché ou l'ensemble du marché. Il ne vise pas à interdire les ordres à cours limité négociables. Une exception est prévue dans le régime de protection contre les transactions hors cours pour permettre de débloquent les marchés croisés qui se produisent accidentellement. Il n'est pas nécessaire de prévoir une exception pour débloquent les marchés figés.

Question 6 : Faut-il prévoir une interdiction de créer intentionnellement des « marchés figés »?

f) Transactions hors cours et meilleure exécution

On a longtemps débattu de la relation entre l'obligation de meilleure exécution et l'obligation d'obtention du « meilleur cours » ou de protection contre les transactions hors cours. On craint aussi qu'il n'y ait un conflit entre l'interdiction de transaction hors cours et l'obligation de meilleure exécution. La présente section traite de ces questions.

L'obligation de meilleure exécution faite aux courtiers et l'obligation d'empêcher les transactions hors cours n'ont pas la même raison d'être. L'obligation de meilleure exécution du courtier ou du conseiller envers son client découle de l'obligation fiduciaire en common law et de l'obligation de loyauté en droit civil. Ces obligations se retrouvent dans les lois sur les valeurs mobilières et les RUM. En revanche, comme nous l'avons vu ci-dessus, la protection contre les transactions hors cours est une obligation de chaque participant envers l'ensemble du marché. Elle émane de la volonté de protéger les ordres à cours limité visibles et accessibles pour que les personnes qui décident d'afficher les cours qu'elles sont prêtes à payer ou à accepter pour un titre donné tirent avantage de leur décision. Les clients peuvent renoncer à l'obligation de meilleure exécution ou donner des directives particulières, mais l'interdiction de transaction hors cours doit toujours être respectée dans les circonstances indiquées au point 4b) de la partie III, ci-dessus.

L'obligation d'empêcher les transactions hors cours ne limite pas l'obligation de meilleure exécution, notamment l'obligation de se doter de politiques et procédures de surveillance des données de plusieurs marchés pour déterminer s'il convient d'y réaliser des opérations. Ce sont les caractéristiques de l'ordre et les besoins du client qui dictent la manière et le lieu de l'opération (meilleure exécution), mais il faut exécuter tous les ordres dotés d'un meilleur cours (interdiction de transaction hors cours).

Le régime de protection contre les transactions hors cours ne s'applique pas aux opérations sur les marchés étrangers. Nous réaffirmons cependant que les participants au

marché devraient tenir compte de ces marchés pour remplir leur obligation de meilleure exécution. Nous avons également inséré une disposition anti-échappatoire qui interdit à quiconque d'acheminer des ordres vers des marchés étrangers à la seule fin de contourner le régime canadien de protection contre les transactions hors cours²⁴.

La réalisation d'opérations sur plusieurs marchés peut entraîner des frais supplémentaires que les courtiers peuvent assumer ou facturer à leurs clients sous forme de commissions. Ces commissions sont un des facteurs à prendre en compte pour obtenir la meilleure exécution. Nous croyons que ces frais sont contrebalancés par la nécessité de protéger les ordres à cours limité affichés et de donner aux personnes qui les affichent l'assurance d'être récompensées pour les risques qu'elles assument.

g) Autres pays

i) La solution états-unienne

Le 6 avril 2005, la SEC a mis en œuvre la règle de protection des ordres prévue par le règlement dit *Regulation NMS*²⁵, qui exige des places financières (*trading centers*) qu'elles établissent, maintiennent et fassent respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours et, si elles se prévalent d'une des exceptions prévues, pour assurer la conformité aux modalités de l'exception. Pour être protégé, un cours doit être immédiatement et automatiquement accessible. La protection contre les transactions hors cours s'applique à la meilleure offre d'achat ou de vente provenant de tout type de participant, sur tous les marchés. Cette protection des ordres se traduit notamment par l'augmentation des liens entre les places financières. Ce règlement prévoit un certain nombre d'exceptions aux obligations de « protection des ordres » qui concernent notamment les ordres au premier ou au dernier cours, les marchés croisés, les ordres de référence dont les principales modalités ne sont pas connues, les ordres de balayage intermarchés, les retards d'exécution causés par des problèmes éprouvés par les systèmes et la cotation oscillante.

ii) La situation en Europe

L'Union européenne (UE) a mis en œuvre la directive MIF le 1^{er} novembre 2007 en remplacement de sa Directive concernant les services d'investissement, dans le cadre de son plan d'action pour les services financiers qui vise à créer un marché unique dans le secteur des services financiers au sein de l'UE²⁶. La directive MIF n'impose pas d'interdiction de transaction hors cours qui empêche de contourner les ordres à un meilleur cours lors de l'exécution d'opérations. En revanche, elle introduit une norme de meilleure exécution en vertu de laquelle les sociétés doivent prendre « toutes les mesures raisonnables pour obtenir [...] le meilleur résultat possible » pour leurs clients, en tenant compte non seulement du coût d'exécution, mais aussi de la rapidité, de la taille et de la nature de l'ordre, de la probabilité de l'exécution et du règlement ainsi que de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre.

h) Les prochaines étapes

La publication du présent avis et des projets de règlements coïncide avec la création d'un comité sectoriel chargé de discuter des questions de mise en œuvre liées à l'introduction du régime de protection contre les transactions hors cours. Le rôle du comité sera d'étudier les aspects opérationnels de la mise en œuvre et de formuler des recommandations à l'attention des ACVM et, le cas échéant, de l'OCRCVM. Présidé par un représentant du secteur et dirigé par l'Association canadienne du commerce des valeurs

²⁴ Projet d'article 6.7 du Règlement 23-101.

²⁵ *SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940*, communiqué publié sur le site Web de la Securities and Exchange Commission (<http://www.sec.gov/news/press/2005-48.htm>) le 15 juillet 2008.

²⁶ *Markets in Financial Instruments Directive – Background Information*, document publié sur le site Web de la Financial Services Authority (<http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/international/pdf/MiFID.pdf>) le 8 juillet 2008.

mobilières, le comité sera ouvert aux représentants des parties intéressées (marchés, courtiers et investisseurs institutionnels).

Si vous souhaitez participer au comité, veuillez présenter votre candidature à l'adresse suivante : marketregulation@osc.gov.on.ca.

IV. Modifications supplémentaires

Parallèlement au régime de protection contre les transactions hors cours, nous proposons d'apporter certaines autres modifications aux Règlements 21-101 et 23-101.

1. Les obligations d'information des marchés et des courtiers

En avril 2007, nous avons proposé les obligations d'information suivantes pour les marchés et les courtiers :

- certains éléments d'information devraient faire l'objet de rapports mensuels de la part des marchés, notamment le nombre d'ordres, le nombre d'opérations exécutées et la rapidité d'exécution;
- les courtiers devraient déclarer trimestriellement les éléments d'information suivants : pourcentage des ordres exécutés à une installation choisie par eux, nom des marchés et pourcentage des ordres acheminés vers chacun d'eux, et information concernant toute entente importante conclue avec un marché.

Les commentaires reçus à propos de ces obligations étaient généralement partagés, notamment sur certains de leurs aspects, comme les statistiques fondées sur les écarts et les titres se négociant sur un seul marché. Un résumé des commentaires reçus à propos des obligations d'information en matière de meilleure exécution, accompagné de nos réponses, figure à l'Annexe A du présent avis.

Lorsque nous avons parachevé les modifications relatives à la meilleure exécution, en juin 2008, nous avons décidé de reporter la mise en œuvre des propositions d'obligations d'information des courtiers et des marchés en matière de meilleure exécution en raison de l'évolution des marchés. Nous sommes toutefois d'avis qu'il convient de les publier à nouveau pour consultation avec ce projet de modifications. Une analyse coûts-avantages de la mise en œuvre d'obligations d'information pour les marchés et les courtiers a été publiée avec l'avis conjoint.

Les ACVM estiment toujours que cette information est importante et utile aux fins de l'évaluation de la qualité d'exécution et du respect de l'obligation de meilleure exécution. En ce qui concerne les obligations d'information proposées pour les marchés, nous sommes d'avis que cette information aiderait les courtiers et les conseillers à déterminer quelle est la meilleure exécution compte tenu de la qualité du marché (par exemple, la rapidité et la certitude de l'exécution). Pour ce qui est des obligations d'information proposées pour les courtiers, nous estimons que les rapports donneraient aux clients de l'information utile sur l'exécution des ordres.

Donnant suite aux commentaires reçus, nous avons apporté plusieurs modifications aux obligations d'information en matière de meilleure exécution publiées en avril 2007 pour les simplifier davantage. Nous avons notamment supprimé l'obligation faite aux courtiers d'indiquer dans leur rapport le pourcentage du total des ordres clients et le pourcentage d'entre eux qui étaient des ordres au mieux, des ordres à cours limité et des ordres d'un autre type. En outre, nous proposons que les marchés ne fournissent l'information que par titre et non pas également par type d'ordre.

Nous n'ignorons pas que des changements technologiques seront nécessaires pour respecter ces obligations. Nous proposons donc une période de transition de six mois après l'entrée en vigueur du règlement.

Nous demandons également aux intéressés de répondre aux questions ci-dessous.

Question 7 : Les statistiques des marchés devraient-elles porter sur les unités de titres négociées au lieu des ordres et du nombre d'opérations?

Question 8 : Les statistiques des marchés devraient-elles contenir de l'information distincte sur les types d'ordres précis, dont les ordres au mieux, les applications intentionnelles et les opérations organisées au préalable?

Question 9 : Les mesures de la liquidité devraient-elles reposer principalement sur le nombre d'ordre ou le nombre cumulatif d'actions?

Question 10: Serait-il utile de demander de l'information sur la liquidité partiellement ou entièrement cachée disponible sur certains marchés? Dans l'affirmative, quelles mesures de cette liquidité donneraient la meilleure information?

Question 11: Serait-il utile d'inclure de l'information analogue aux « ordres proches du cours » exigés par la SEC aux États-Unis²⁷? Quel échelon de cotation par rapport au cours conviendrait-il d'utiliser sur le marché canadien?

Question 12 : Des statistiques sur la taille moyenne des écarts réalisés et effectifs seraient-elles utiles en l'absence d'une meilleure offre d'achat et d'une meilleure offre de vente consolidée?

Question 13 : Les délais utilisés pour évaluer la rapidité et la certitude de l'exécution sur les marchés à l'article 11.1.1 du Règlement 21-101 sont-ils appropriés? Dans la négative, quels délais faudrait-il fixer?

Question 14: Outre les obligations d'information proposées pour les marchés, des informations comme les suivantes seraient-elles utiles aux courtiers ou aux conseillers pour évaluer la meilleure exécution?

a) une ventilation de l'information par taille d'ordre (c'est-à-dire de 100 à 499 actions, de 500 à 1999, de 2000 à 4999, 5000 ou plus);

b) la proportion du temps pendant lequel le marché a eu des ordres égaux à la meilleure offre d'achat ou à la meilleure offre de vente;

c) la proportion des opérations (en nombre d'actions ou en nombre d'opérations déterminé par nous) exécutées dans la fourchette des meilleurs cours acheteur et vendeur, limites exclues.

2. Les systèmes des marchés

Nous proposons plusieurs modifications des obligations relatives aux systèmes des marchés prévues à la partie 12 du Règlement 21-101. Il s'agit pour la plupart de mises à jour techniques des obligations et d'ajustements qui tiennent mieux compte de la réalité.

Actuellement, la partie 12 du Règlement 21-101 oblige les marchés à tenir compte de certains aspects, dont la gestion de la capacité, le développement et les tests des systèmes, la vulnérabilité des systèmes et la continuité de service. L'examen indépendant annuel des systèmes a pour objet de garantir la conformité sur ces points. Les modifications proposées élargissent l'obligation faite aux marchés de développer, de maintenir et, dans le cadre de l'examen indépendant, d'évaluer leur système de contrôle interne, concept plus global et intégrant.

²⁷ Un « ordre proche du cours » (*near-the-quote order*) est défini par la SEC comme un ordre d'achat non négociable à cours limité inférieur de 0,10 \$ ou moins à la meilleure offre d'achat consolidée au moment de la réception de l'ordre et comme un ordre de vente non négociable à cours limité supérieur de 0,10 \$ ou moins à la meilleure offre de vente consolidée au moment de la réception de l'ordre.

Actuellement, le Règlement 21-101 dispense les SNP de l'obligation d'effectuer un examen indépendant en dessous d'un certain seuil de volume d'opérations. Les modifications proposées suppriment ce seuil. Les SNP devront dorénavant effectuer un examen indépendant des systèmes conformément à des normes de vérification établies, à moins d'obtenir une dispense en vertu de la partie 15 du Règlement 21-101.

3. La transparence

Nous proposons d'apporter des modifications aux parties 9 et 10 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 pour clarifier l'obligation, prévue aux articles 7.1, 7.2, 8.1 et 8.2 de ce règlement, pour les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers, de fournir de l'information exacte et en temps opportun sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information qui respecte les normes fixées par un fournisseur de services de réglementation.

4. Les règles applicables à l'agence de traitement de l'information et les obligations relatives à ses systèmes

Les ACVM travaillent toujours à la sélection d'une agence de traitement de l'information à partir des candidatures reçues (pour les titres de participation et d'emprunt). Un résumé des candidatures a été publié avec l'avis conjoint dans l'Avis 21-306 du personnel des ACVM. Nous faisons remarquer que le 14 juillet 2008, la Bourse de Montréal a retiré sa candidature pour la fonction d'agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunt et de participation.

Nous sommes d'avis que l'agence de traitement de l'information pour les titres de participation devrait diffuser une liste de données « marché par prix » s'étendant à la pleine profondeur du registre ainsi que de l'information consolidée sur les opérations pour tous les marchés sur lesquels se négocient des titres de participation.

Question 15 : Selon vous, les agences de traitement de l'information devraient-elles diffuser de l'information consolidée sur les opérations ainsi qu'une liste indiquant la meilleure offre d'achat et la meilleure offre de vente et tous les ordres à tous les niveaux de cours (accompagnés de l'identificateur du marché)? Pour des raisons pratiques, le nombre de niveaux de cours devrait-il être limité? Dans l'affirmative, à combien de niveaux?

Nous proposons d'apporter quelques modifications à la partie 16 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 pour clarifier les dispositions des paragraphes 2 et 5 de l'article 14.4 de ce règlement concernant certaines obligations que l'agence de traitement de l'information doit remplir envers ses utilisateurs et fournisseurs d'information sur les ordres et les opérations relativement à la collecte, au traitement, à la distribution et à la publication de cette information. Qui plus est, nous proposons des modifications des obligations relatives aux systèmes de l'agence de traitement de l'information décrites à la partie 14 de ce règlement. Les modifications reprennent celles concernant les marchés qui sont décrites ci-dessus, à la différence que l'agence de traitement de l'information sera tenue d'effectuer un examen annuel indépendant des systèmes, à moins d'en être dispensée.

5. Les modifications des articles 7.2, 7.4 et 8.3 du Règlement 23-101 – Entente entre le marché et un fournisseur de services de réglementation

Nous avons modifié le paragraphe *c* des articles 7.2 et 7.4 et le paragraphe *d* de l'article 8.3 pour exiger que l'entente entre le fournisseur de services de réglementation et le marché stipule que celui-ci doit fournir au fournisseur toute l'information dont il estime avoir besoin pour surveiller efficacement la conduite des participants au marché et, le cas échéant, du marché. Cette modification ne change aucunement la relation actuelle entre la bourse ou le système de cotation et de déclaration d'opérations et son fournisseur de services de réglementation. Elle vient plutôt préciser que nous nous attendons à ce que le fournisseur de services de réglementation reçoive l'information dont il a besoin pour

surveiller efficacement les opérations sur plusieurs marchés et veiller à ce que les marchés placés sous sa surveillance respectent uniformément certaines normes, comme la synchronisation des horloges et l'utilisation d'identificateurs.

V. Pouvoir réglementaire

Dans les territoires où les modifications proposées aux textes sur les SNP doivent être prises sous forme de règlement, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant l'objet du texte.

VI. Commentaires et questions

Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les projets de règlements au plus tard le 15 janvier 2009. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez également les fournir sur disquette (format Microsoft Word).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres des ACVM comme suit :

Alberta Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 British Columbia Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Nova Scotia Securities Commission
 Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, Territoires du Nord-Ouest
 Registraire des valeurs mobilières, gouvernement du Yukon
 Registraire des valeurs mobilières, Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, Nunavut
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

M^{re} Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire de l'Autorité
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

a/s de M. John Stevenson, secrétaire
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Pour toute question, prière de s'adresser aux personnes suivantes :

Serge Boisvert
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4358

Doug Brown
 Commission des valeurs mobilières du
 Manitoba
 204-945-0605

Tracey Stern

Susan Greenglass

Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-8167

Sonali GuptaBhaya
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-2331

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819

Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-8140

Matthew Thompson
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-8223

Mark Wang
British Columbia Securities Commission
604-899-6658

Cassie Scanlan
British Columbia Securities Commission
604-899-6766

Annexe A

Résumé des commentaires et réponses

Annexe A

Résumé des commentaires relatifs aux projets de règlements modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et le Règlement 23-101 sur les règles de négociation en matière de transactions hors cours et réponses des Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Commentaires généraux*Cadre de la proposition visant les transactions hors cours*

Les intervenants sont généralement en faveur de la proposition de rendre les marchés responsables de la protection contre les transactions hors cours.

Deux intervenants ne sont pas en faveur d'un régime sur les transactions hors cours. L'un d'eux déclare ne pas croire qu'un tel régime soit nécessaire, surtout pour les ordres institutionnels.

Quelques intervenants prient instamment les autorités en valeurs mobilières du Canada de mettre en œuvre un régime compatible avec celui des États-Unis.

Enfin, un autre intervenant fait remarquer que les marchés doivent garantir l'accessibilité de façon continue et fiable avant leur lancement, pour les courtiers, les marchés et les fournisseurs d'information. Il ajoute que, comme le marché canadien compte sur la technologie de fournisseurs pour l'accès aux marchés et le traitement postérieur aux opérations, des essais coordonnés à l'échelle du secteur sont un facteur de réussite primordial pour l'introduction de nouveaux marchés au Canada.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») estiment qu'un régime de protection contre les transactions hors cours contribuera à maintenir la confiance des investisseurs dans nos marchés et l'équité de ceux-ci. En outre, le fait d'imposer l'obligation aux marchés donnerait la marge de manœuvre nécessaire pour trouver la meilleure façon de mettre en œuvre le régime.

Les ACVM ont fait de leur mieux pour rendre le régime de protection contre les transactions hors cours compatible avec celui des États-Unis.

Nous avons actualisé les dispositions existantes pour obliger les marchés à publier la version finale de leurs prescriptions techniques pendant au moins trois mois avant d'entrer en activité et de permettre l'accès à des installations d'essais concernant l'interfaçage avec leurs systèmes et l'accès à ceux-ci pendant au moins deux mois avant la mise en activité. Toutefois, nous ne proposons pas d'essais à l'échelle du secteur à ce stade.

<p><i>Besoin de consolidation des données et de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres.</i></p> <p>Certains intervenants sont d'avis qu'un consolidateur de données centralisé et des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres sont nécessaires pour respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p> <p><i>Demandes de précisions</i></p> <p>Un intervenant signale que la proposition visant les transactions hors cours n'indique pas comment les besoins particuliers des investisseurs institutionnels seraient pris en compte. Il demande un aménagement pour cette composante des marchés des capitaux du Canada, car le projet de régime nuirait à ses activités légitimes de négociation et de formation des cours.</p>	<p><i>Nous ne pensons pas qu'un consolidateur de données centralisé soit primordial pour respecter l'interdiction de transaction hors cours, mais nous travaillons à la mise sur pied d'une agence de traitement de l'information pour faciliter la consolidation. En outre, nous nous attendons à ce que les fournisseurs d'information répondent à la demande du marché et mettent à sa disposition des données consolidées. En ce qui concerne les mécanismes intelligents d'acheminement des ordres, les marchés disposent de plusieurs moyens pour mettre en œuvre leurs politiques et procédures, dont ces mécanismes. Les ACVM se sont laissés dire que nombre de marchés qui exercent des activités au Canada offrent ou prévoient offrir des services d'acheminement à leurs participants.</i></p> <p><i>Les ACVM estiment que tous les participants au marché devraient respecter les ordres dotés d'un meilleur cours qui sont déjà affichés. La possibilité d'utiliser des ordres de balayage intermarchés a toutefois été prévue pour faciliter les opérations sur des blocs de titres.</i></p>
<p>Question 1 : En plus d'imposer aux marchés l'obligation générale d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites visant à empêcher l'exécution de transactions hors cours, serait-il également nécessaire d'imposer aux participants au marché une restriction relativement à l'exécution de transactions sur les marchés étrangers?</p>	
<p><i>Commentaires</i></p>	<p><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>La grande majorité des intervenants n'appuyaient pas la proposition d'imposer aux participants au marché une restriction relativement à l'exécution d'opérations sur</p>	<p><i>Les ACVM conviennent que l'interdiction de transaction hors cours ne devrait pas protéger les ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur un marché étranger. Nous faisons</i></p>

les marchés étrangers.	<i>toutefois remarquer qu'à l'heure actuelle, les participants au marché doivent, pour remplir leur obligation de « meilleure exécution », tenir compte des marchés étrangers pour exécuter une opération. Nous proposons également une disposition anti-échappatoire (article 6.7 du Règlement 23-101) pour empêcher l'acheminement des ordres à des marchés étrangers à la seule fin de contourner le régime de protection contre les transactions hors cours au Canada.</i>
Question 2 : Quels sont les facteurs dont nous devrions tenir compte dans le cadre de notre analyse coûts-avantages de la proposition visant les transactions hors cours?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Les intervenants recommandent de tenir compte des facteurs suivants dans le cadre de cette analyse :</p> <ul style="list-style-type: none"> • le coût total, pour le marché, de l'imposition de l'obligation d'empêcher les transactions hors cours aux participants au marché; • les coûts sectoriels totaux; • les droits d'accès, de règlement et de compensation ainsi que le coût de la surveillance et du contrôle des opérations sur chaque marché; • le coût d'un régime incompatible avec celui des États-Unis; • les avantages d'une protection stricte contre les transactions hors cours; • la mesure nette des avantages pour le client; • le coût global pour le secteur plutôt que par courtier; • le coût de la surveillance et du contrôle pour les divisions de la conformité des courtiers; • les coûts pour les autorités en valeurs mobilières ; • l'incidence du temps de latence – occasions ratées, fuites d'information et coûts élevés des opérations et du règlement lorsqu'il faut envoyer des ordres à trop de destinations avant de les exécuter; • les coûts et avantages des transactions hors cours non seulement pour une opération unique, mais aussi pour un portefeuille ou plusieurs ordres à la 	<p><i>Les ACVM remercient tous les intervenants pour leurs commentaires. Nous publions une analyse coûts-avantages qui examine l'impact différentiel prévu des projets de règlements. Certains des commentaires reçus ont informé cette analyse, qui tient notamment compte de l'obligation actuelle des participants, de la suppression des obligations actuelles et de l'application de l'interdiction des transactions hors cours au niveau du marché.</i></p>

fois. Selon un intervenant, il est important de considérer tous les ordres à cours limité globalement au cours d'achat ou de vente et de tenir compte de la contribution des ordres des investisseurs individuels.	
Question 3 : Souhaiteriez-vous participer à l'analyse coûts-avantages en nous faisant part de vos suggestions?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
Sept intervenants sont intéressés.	<i>Les ACVM remercient ces intervenants pour leur intérêt à participer à l'analyse coûts-avantages. Nous publions une analyse coûts-avantages avec les projets de modifications et invitons les intéressés à nous faire part de leurs commentaires et de leurs estimations des coûts et avantages de la proposition. Nous envisageons de mener des consultations ciblées ultérieurement.</i>
Question 4 : L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle s'appliquer uniquement pendant les heures normales de négociation? Dans l'affirmative, comment devrait-t-on définir le terme « heures normales de négociation »?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
Dix intervenants estiment que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait s'appliquer uniquement pendant les heures normales de négociation. Selon bon nombre d'entre eux, les « heures normales de négociation » sont la période située entre 9 h 30 et 16 h HNE.	<i>Les ACVM sont d'avis que l'interdiction de transaction hors cours devrait s'appliquer à tous les marchés dès lors qu'au moins deux marchés sont ouverts et affichent des ordres protégés. Par conséquent, nous n'avons pas prévu de définition de l'expression « heures normales de négociation » mais fourni des indications dans l'Instruction générale relative au Règlement 23-101.</i>

Certains intervenants ne pensent pas que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait être limitée à une partie de la séance.

Certains de ces intervenants font valoir que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait s'appliquer lorsque au moins deux marchés sont ouverts simultanément mais que les transactions hors cours qui contournent les marchés fermés devraient être permises.

Voici certains des motifs invoqués à l'appui de cet argument :

- une protection permanente contre les transactions hors cours empêcherait le transfert de la liquidité vers les heures où cette protection ne s'applique pas;
- cela éviterait la confusion que pourraient causer différentes interprétations de l'expression « heures normales de négociation ».

Question 5 : La liste consolidée (et, par extension, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours) devrait-elle se limiter aux cinq premiers niveaux? Serait-il plus approprié de fixer un autre nombre de niveaux (par exemple, la tête du registre) en matière de transactions hors cours? Quelle incidence l'absence d'agence de traitement des données fournissant de l'information centralisée sur les ordres et les opérations a-t-elle?

Commentaires

La plupart des intervenants estiment que tous les ordres visibles et dotés de meilleurs cours devraient être protégés et que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devraient s'appliquer à la pleine profondeur du registre.

Un intervenant fait observer qu'appliquer la protection contre les transactions hors cours aux cinq premiers niveaux serait une lourde obligation, et il approuve la solution états-unienne, selon laquelle la protection contre les transactions hors cours ne devrait s'appliquer qu'à la tête du registre.

Réponses des ACVM

Les ACVM conviennent que l'interdiction de transaction hors cours devrait s'appliquer à la pleine profondeur du registre. En vertu du projet de régime de protection contre les transactions hors cours, tous les ordres visibles et dotés d'un meilleur cours qui sont affichés sur les marchés disposant de la fonctionnalité automatisée seraient protégés, sous réserve de certaines transactions hors cours « autorisées » qui sont décrites dans notre réponse aux commentaires sur la question 9, ci-dessous.

Un autre intervenant est d'avis qu'un régime sur les transactions hors cours n'est approprié que si une cotation consolidée est disponible.	<i>Les ACVM conviennent qu'une cotation consolidée aiderait à respecter l'interdiction de transaction hors cours, mais estiment qu'elle n'est pas nécessaire pour la respecter efficacement. Comme nous l'avons vu ci-dessus, nous travaillons actuellement à la mise sur pied d'une agence de traitement de l'information.</i>
Question 6 : Devrait-on établir un plafond aux frais exigés par transaction pour accéder à un ordre sur un marché en matière de transactions hors cours?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question ne sont pas en faveur du plafonnement des frais exigés par opération pour accéder à un ordre sur un marché en application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Nombre d'entre eux font valoir que les frais devraient être déterminés par le jeu de la concurrence.</p> <p>Six intervenants étaient en faveur d'un plafond, notamment pour les raisons suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les règles du jeu seraient égales pour tous les participants et le nombre d'adhérents des SNP pourrait augmenter; • il serait facile de comparer les cours d'un marché à l'autre; • les courtiers seraient protégés contre les frais abusifs des marchés car ils ne seraient pas captifs; • les investisseurs n'auraient pas à assumer indirectement une part démesurée des frais d'accès aux cours pour respecter l'obligation de ne pas procéder à des transactions hors cours. 	<p><i>En réponse aux commentaires reçus, nous proposons de ne pas imposer de plafond chiffré aux frais exigés mais de les aligner sur l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle 6.1 des Règles universelles d'intégrité du marché de l'OCRCVM. Nous avons également interdit aux marchés d'imposer des conditions qui entraînent une discrimination entre les ordres qui leur sont acheminés pour empêcher les transactions hors cours et les ordres créés sur ces marchés. Nous avons sollicité davantage de commentaires sur la question de savoir s'il convient de fixer un plafond chiffré.</i></p>
Question 7 : Les ACVM devraient-elles établir un seuil à partir duquel les SNP seraient tenus d'octroyer un accès à tous les groupes de participants au marché? Dans l'affirmative, quel est le seuil approprié?	

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>La plupart des intervenants qui ont répondu à cette question sont en faveur d'un seuil à partir duquel les SNP seraient tenus d'octroyer un accès à tous les groupes de participants au marché. Les seuils proposés sont notamment de 20 %, de 10 % et de 5 % de la part du marché. Un intervenant fait valoir que les SNP devraient octroyer l'accès à tous les groupes de participants au marché lorsqu'ils sont considérés comme un marché pertinent.</p> <p>Un autre intervenant estime que les marchés ne devraient pas restreindre indûment l'accès et que toutes les catégories de participants au marché devraient être autorisées à réaliser des opérations.</p> <p>Un autre intervenant n'est pas certain du seuil approprié en l'absence d'un environnement entièrement compétitif. Il propose de revoir cette notion un an après la mise en activité de multiples marchés pour déterminer s'il est faisable d'établir un seuil pertinent pour les marchés canadiens.</p> <p>Cinq intervenants sont contre l'établissement par voie réglementaire d'un seuil qui obligerait les SNP à octroyer l'accès à tous les groupes de participants au marché. Certains d'entre eux font valoir les arguments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • La pratique des ACVM qui consiste à aborder cette question au cas par cas en fonction de l'intérêt public est appropriée; • On ne sait pas si les bourses se conforment au règlement américain sur l'accès équitable puisque seuls les courtiers peuvent être membres. 	<p><i>Au lieu d'obliger les marchés à octroyer un accès direct à tous les groupes de participants lorsqu'un certain seuil est atteint, nous avons fourni des directives supplémentaires sur l'accès équitable dans l'Instruction générale relative au Règlement 21-101. Nous ferons le suivi de la question.</i></p>
<p>Question 8 : Devrait-on interdire aux marchés spécialisés de refuser l'accès aux non-membres, de manière à ce que ces derniers puissent accéder, par l'intermédiaire d'un membre (ou d'un adhérent), aux ordres à cours limité visibles et immédiatement accessibles afin de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les SNP devraient-ils être tenus de fournir l'accès direct aux fins de l'exécution d'ordres si aucun adhérent n'offre ce service? 	

- Cette solution est-elle commode?
- Devrait-on établir pour les marchés spécialisés un seuil en pourcentage sous lequel l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait pas aux ordres ou aux opérations sur ce marché?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p><i>Accès des non-membres aux marchés spécialisés</i></p> <p>Nombre d'intervenants qui ont répondu à cette question sont favorables à l'idée d'obliger les marchés spécialisés à permettre l'accès aux non-membres pour qu'ils puissent accéder aux ordres à cours limité immédiatement accessibles et visibles en vue de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p> <p>Voici certains des arguments avancés à l'appui :</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est un devoir de l'ensemble des participants au marché envers les marchés des capitaux en général; par conséquent, tous les participants au marché devraient avoir un accès équitable à tous les ordres dotés d'un meilleur cours; • cette interdiction crée un obstacle majeur à l'adhésion à de nouveaux marchés en raison de l'alourdissement des obligations de conformité. <p>D'autres intervenants opposés à cette interdiction font valoir les arguments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les marchés qui limitent le nombre de membres contiennent par définition des ordres qui ne sont pas des ordres à cours limité immédiatement accessibles et visibles (du fait que les membres exclus ne peuvent ni voir ces ordres ni exécuter d'ordres contre ceux-ci sur ce type de marché); par conséquent, ces ordres devraient être considérés comme des « ordres exclus »; • il n'est ni approprié ni nécessaire de forcer les marchés spécialisés à changer de technologie ou leurs règlements intérieurs simplement pour 	<p><i>En ce qui concerne les questions relatives à l'accès aux marchés par des non-membres ou non-adhérents, nous ne proposons pas que les marchés leur octroient l'accès direct. En vertu des modifications proposées, les marchés auraient la possibilité de déterminer la meilleure façon de respecter l'interdiction de transaction hors cours. Cette question sera abordée dans le cadre du comité sectoriel de mise en œuvre.</i></p>

permettre à des participants occasionnels et par ailleurs inadmissibles d'accéder à un ordre doté d'un meilleur cours pour respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Accès direct aux ordres pour exécution

La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question ne croient pas que les SNP devraient être tenus de fournir l'accès direct aux ordres pour exécution si aucun autre adhérent n'offre ce service.

Quelques intervenants étaient toutefois en faveur de cette obligation.

Commodité de l'accès direct aux ordres pour exécution

Certains intervenants qui ont répondu à cette question estiment qu'il est commode d'obliger les SNP à fournir l'accès direct aux ordres pour exécution si aucun autre adhérent n'offre ce service. Un des motifs invoqués est que les SNP sont des courtiers inscrits et qu'ils devraient pouvoir traiter le flux d'ordres entrants comme le flux des ordres de clients.

Deux intervenants ne croient pas que cette solution soit commode.

Seuils d'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours

Les seuils proposés en dessous desquels l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait pas aux ordres et (ou) aux opérations sur un marché vont de 5 % (après un an de négociation continue) à 10 % du volume des opérations d'un émetteur canadien.

Les ACVM n'ont pas établi de seuil à partir duquel l'interdiction de transaction hors cours s'appliquerait; elles estiment que cette interdiction devrait s'appliquer à tous les ordres à cours limité visibles sur un marché.

Question 9 : Y a-t-il des types d'ordres assortis de conditions particulières qui ne devraient pas être visés par la dispense relative à l'interdiction de procéder à des

transactions hors cours?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>De nombreux intervenants considèrent que la dispense pour les ordres assortis de conditions particulières indiqués dans l'avis conjoint est appropriée.</p> <p>Un intervenant déclare que les ordres assortis de conditions particulières qui sont utilisés pour établir le dernier cours vendeur ne devraient pas ouvrir droit à la dispense relative à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p> <p>Un autre intervenant avance que tous les ordres assortis de conditions particulières devraient ouvrir droit à la dispense.</p> <p>Un autre intervenant précise que la capacité d'un ordre assorti de conditions (tout ou rien, quantité minimale) de contourner un ordre doté d'un meilleur cours sur un autre marché devrait correspondre à son traitement sur un marché et aux dispenses pour les marchés dont les tailles d'ordres minimales sont supérieures. Il ajoute que les conditions de « règlement » comme le paiement comptant ou la livraison différée et les lots irréguliers devraient aussi être visées par la dispense.</p> <p>Un intervenant affirme que l'exclusion des ordres assortis de conditions particulières devrait être compatible avec les RUM.</p>	<p><i>Nous n'avons pas proposé de dispense générale pour tous les ordres assortis de conditions particulières.</i></p> <p><i>Cependant, le paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 indique qu'il n'est pas obligatoire de fournir à une agence de traitement de l'information ni à un fournisseur d'information les ordres assortis de conditions particulières qui ne sont pas immédiatement exécutables ou qui sont inscrit sur un registre des conditions particulières, comme les ordres tout ou rien ou quantité minimale. Par conséquent, ces types d'ordres ne correspondent pas à la définition d'« ordre protégé » prévue par le projet de règlement et ne bénéficient pas de la protection contre les transactions hors cours. Toutefois, les personnes qui exécutent leurs ordres contre ces types d'ordres sont tenues de les exécuter d'abord contre tous les ordres dotés d'un meilleur cours.</i></p> <p><i>En outre, les ordres assortis de conditions de règlement particulières et les « ordres à cours calculé » sont dans la liste des transactions hors cours « autorisées », au paragraphe e de l'article 6.2 du Règlement 23-101.</i></p> <p><i>Enfin, certains marchés permettent les négociations hors séance à des cours établis par eux pendant la séance à des participants au marché qui sont évalués par rapport à certains cours de clôture. En pareilles circonstances, ils n'auraient pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant des ordres sur un autre marché.</i></p>
<p>Question 10 : Existe-t-il actuellement des outils technologiques qui permettraient de surveiller les transactions hors cours et d'appliquer une exception pour la cotation oscillante?</p>	

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Les intervenants qui ont répondu à cette question ne connaissaient aucun outil technologique permettant de surveiller les transactions hors cours afin d'appliquer une exception pour la cotation oscillante, mais certains ont proposé un « ordre de balayage intermarchés » pour régler ce problème.</p> <p>Un autre intervenant fait valoir qu'il serait possible de développer à SRM un système de surveillance en temps différé qui comparerait l'horodatage des ordres et des opérations.</p> <p>Certains intervenants affirment qu'il est impossible d'exercer une surveillance en vue d'appliquer une exception pour la cotation oscillante.</p> <p>Les intervenants ont fait les propositions suivantes en remplacement de l'exception pour la cotation oscillante :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les courtiers devraient démontrer que leurs politiques et procédures de négociation sont conçues pour réduire au minimum les transactions hors cours causées par les « ordres oscillants »; • au début, il faudrait examiner la situation d'un environnement de marchés multiples pour vérifier si cela sera réellement un problème important nécessitant des travaux de développement; • les courtiers devraient consigner dans leurs dossiers les cas d'ordres inexécutables et leur explication; le cas échéant, les participants devraient envoyer un rapport sur les anomalies à SRM; • il faudrait recourir à une réglementation fondée sur les « tendances », en vertu de laquelle les autorités en valeurs mobilières prendraient les mesures appropriées si un participant tendait à utiliser l'exception abusivement de façon récurrente. 	<p><i>On s'attend à ce que les marchés fassent des examens périodiques pour tester l'efficacité de leurs politiques et procédures conçues pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours et assurer la conformité avec la partie 6 du Règlement 23-101. Nous estimons que les marchés doivent conserver l'information nécessaire pour permettre aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité des politiques et procédures. Dans certains cas, par exemple lorsqu'un ordre de balayage intermarchés est envoyé, il convient que le participant au marché consigne l'information pertinente de façon à ce que les autorités en valeurs mobilières puissent évaluer adéquatement la conformité à la partie 6 de ce règlement.</i></p>

Question 11 : L'exception devrait-elle uniquement s'appliquer pendant une période déterminée (par exemple, une seconde)? Dans l'affirmative, quelle est la période appropriée?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Plusieurs intervenants qui ont répondu à cette question doutent qu'une période déterminée puisse être applicable. Un intervenant propose de remplacer la période déterminée après l'opération, pendant laquelle l'obligation relative aux transactions hors cours ne s'appliquerait pas, par une obligation pour les courtiers de démontrer, soit au moyen de la documentation de leurs systèmes, soit au moyen de leur piste de vérification, qu'au moment de la saisie, leurs ordres ont été acheminés vers le marché affichant le meilleur cours selon leur connaissance des données du marché à ce moment.</p> <p>D'autres intervenants font valoir que la période appropriée devrait varier en fonction de la nature de l'ordre, de l'heure et de la taille de l'opération. Un intervenant indique qu'il pourrait être approprié de fixer plusieurs périodes, selon la nature de l'ordre. Un intervenant propose qu'une cotation qui dure moins de cinq secondes ne soit pas subordonnée à la protection contre les transactions hors cours.</p>	<p><i>Nous avons tenu compte des « ordres oscillants » lorsqu'un marché affichant le meilleur cours a été contourné mais avait affiché, immédiatement avant la transaction hors cours, un ordre doté d'un cours égal ou inférieur à celui de cette transaction. Nous posons une question à ce sujet dans l'avis de consultation : quel délai devrait être considéré comme une réponse « immédiate » du marché qui reçoit un ordre? Selon nous, compte tenu de la rapidité des négociations, une seconde pourrait être un délai trop long.</i></p>

Question 12 : Cette exception devrait-elle uniquement s'appliquer aux transactions devant se produire au cours de clôture d'un marché donné? Y aurait-il des incidences sur l'équité si on ne prévoyait pas de traitement analogue pour les ordres sur un autre marché qui sont dispensés d'être exécutés au cours de clôture pendant une séance tenue après les heures de négociation dans le cas où ce cours est meilleur?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Trois intervenants déclarent expressément leur appui à l'exception pour les ordres au cours de clôture.</p>	<p><i>Comme nous l'avons vu ci-dessus, le marché qui offre une période de négociation prolongée avec un cours de clôture fixe en vertu du paragraphe e de l'article 6.2 du</i></p>

<p>Un intervenant demande des explications au sujet des facteurs qui seront utilisés pour déterminer le cours d'ouverture et de clôture d'un titre.</p> <p>Un intervenant fait valoir que la protection contre les transactions hors cours devrait s'appliquer en tout temps à tous les marchés ouverts pour négociation en continu.</p>	<p><i>Règlement 23-101 pourrait exécuter des ordres au cours de clôture et ne serait pas tenu de prendre des mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres sur un autre marché. Autrement, lorsque deux marchés affichant des ordres protégés sont ouverts pendant leur séance ordinaire, la protection contre les transactions hors cours s'applique.</i></p>
<p>Question 13 : Devrait-on restreindre l'application de l'exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur au volume résiduel d'une transaction ou l'étendre à tout volume négocié entre les deux parties à l'origine d'une transaction? Quelle serait la durée appropriée de la période visée par l'exception?</p>	
<p style="text-align: center;"><i>Commentaires</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>Cinq intervenants sont en faveur d'une exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur, mais ils font valoir différents arguments en ce qui concerne son application. Un intervenant affirme que cette dispense devrait être limitée au volume résiduel tandis que, selon d'autres, elle devrait être limitée au volume négocié pendant la séance au cours de laquelle l'opération a eu lieu. Un autre intervenant indique qu'il faudrait encourager l'exécution des opérations dans le contexte actuel du marché et qu'il n'est pas en faveur d'une exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur pour le volume résiduel d'une opération.</p> <p><i>Durée appropriée de la période</i></p> <p>Les propositions à cet égard vont de 60 secondes à deux minutes. Un autre intervenant s'en remet à l'expertise du marché pour déterminer les volumes et les périodes.</p>	<p><i>Nous avons autorisé les transactions hors cours résultant de l'exécution d'ordres sur le volume résiduel d'une opération dans le cadre d'un mécanisme d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur. Nous estimons que les meilleurs cours affichés doivent être respectés par tous les participants au marché.</i></p>

Opposition à l'exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur

Cinq intervenants sont d'avis qu'il ne devrait y avoir aucune exception spéciale pour ces mécanismes. L'un d'eux n'est pas en faveur de cette exception pendant la séance ordinaire mais il n'est pas contre l'idée de permettre que la négociation se poursuive au cours de clôture.

Question 14 : Les transactions hors cours devraient-elles être autorisées dans d'autres circonstances? Par exemple, existe-t-il des types d'ordres en particulier ou des ordres comportant des caractéristiques précises qui devraient être dispensés de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Les dispenses suivantes de la protection contre les transactions hors cours ont été proposées par les intervenants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les applications à prix extraordinaire (y compris les opérations par exécution de dérivés, CMPV, conditionnelles et de séance de bourse spéciale); • les conditions de règlement particulières; • les ordres au dernier cours; • les opérations liées à des dérivés; • les ordres tout ou rien (déjà inscrits dans les registres des ordres assortis de conditions particulières lorsque l'opération est déclenchée par un algorithme du marché); • les ordres d'une taille minimale; • les ordres à seuil de déclenchement et les ordres de vente à découvert, lorsque la fixation du cours est gérée par une bourse. <p>Un autre intervenant estime que les transactions hors cours ne devraient être autorisées en aucun cas, hormis ceux indiqués dans l'avis conjoint.</p>	<p><i>Comme nous l'avons vu ci-dessus, la proposition actuelle autorise les transactions hors cours découlant d'ordres assortis de conditions de règlement particulières, les ordres au cours de clôture et les ordres dont le cours n'est pas connu au moment où ils sont saisis et doit être calculé en fonction du cours du titre au moment de l'exécution, mais n'y sera pas nécessairement égal.</i></p> <p><i>Les ordres tout ou rien, d'une quantité minimale et les autres ordres assortis de conditions spéciales qui ne sont pas immédiatement exécutables ou qui sont inscrits sur les registres des conditions particulières n'ont pas à être fournis à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon le paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101. Ces types d'ordres ne sont donc pas visés par la définition d'« ordre protégé » prévue par le projet de régime et ne bénéficient pas de la protection contre les transactions hors cours.</i></p>

<p>Un intervenant est en faveur des dispenses de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours dans les cas où le cours n'est pas connu lors de la saisie de l'ordre.</p> <p>Deux intervenants demandent aux ACVM de conserver une certaine souplesse quant aux dispenses de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p>	
<p><i>Les commentaires sur les questions 15 à 18 et les réponses des ACVM ont été publiés le 20 juin 2008 dans le Bulletin de l'autorité des marchés financiers, Vol. 5, n° 24, 2008-06-20.</i></p>	
<p>Question 19 : Veuillez préciser si, à votre avis, les obligations d'information qu'il est proposé d'imposer aux marchés et aux courtiers fourniraient ou non des renseignements utiles. Y aurait-il lieu de demander d'autres renseignements? Y a-t-il entre les marchés des États-Unis et du Canada des différences ayant pour effet de diminuer l'utilité de ces renseignements au Canada?</p>	
<p style="text-align: center;"><i>Commentaires</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>Selon quatre intervenants, il faudrait que plusieurs marchés soient actifs pendant un certain temps avant que l'on puisse déterminer l'utilité de l'information.</p> <p>La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question souhaitent que les obligations d'information proposées soient imposées aux marchés. Un intervenant fait valoir que les obligations d'information des marchés devraient s'inspirer des rapports dits « Dash 5 » produits aux États-Unis, étant donné l'importance des opérations sur titre intercotés au Canada. Selon lui, si les paramètres de base des ACVM sont appropriés, ils sont insuffisants puisqu'il faut également tenir compte de la structure des différents marchés et que les données contenues dans les rapports de type « Dash 5 » fournissent de l'information qui permet à l'utilisateur</p>	<p><i>Les ACVM ont reporté la mise en œuvre des obligations d'information pour permettre à plusieurs marchés de commencer à exercer leur activité et aux participants au marché de s'adapter aux changements de la structure du marché. Nous estimons toujours que cette information est importante.</i></p> <p><i>Nous avons simplifié davantage les obligations d'information proposées en insistant sur les domaines qui, selon nous, apportent de l'information utile pour évaluer la qualité de l'exécution.</i></p>

<p>de comparer les coûts et les avantages de l'exécution sur divers marchés.</p> <p>Certains intervenants estiment que l'information que les courtiers devraient fournir serait inutile pour le public et les sociétés.</p> <p><i>Suggestions d'autres renseignements utiles</i></p> <p>Selon un intervenant, l'information sur les pratiques des marchés et des courtiers en matière d'acheminement et d'exécution fournirait de bons outils de surveillance et d'évaluation de la meilleure exécution et elle contribuerait à améliorer l'efficacité des marchés des capitaux. Il propose également que les courtiers indiquent toujours l'identité des places boursières vers lesquelles ils acheminent une partie importante de leurs ordres, leur relation avec ces places ou les éventuels conflits d'intérêts.</p> <p>Un intervenant est d'avis que les SNP devraient fournir périodiquement des données normalisées pour que les participants au marché puissent raisonnablement envisager d'utiliser un marché opaque pour obtenir la meilleure exécution.</p>	
Question 20 : Les transactions exécutées sur un marché étranger ou hors bourse devraient-elles faire partie de l'information à fournir par les courtiers?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p><i>Opérations exécutées sur un marché étranger</i></p> <p>Selon la majorité des intervenants qui ont répondu à cette question, il ne devrait pas y avoir obligation de déclarer au Canada les opérations exécutées à l'étranger. Deux intervenants précisent que la fourniture de cette information peut revenir très cher sans apporter d'avantage tangible.</p>	<p><i>Nous ne proposons pas que les opérations exécutées sur un marché étranger ou hors bourse fassent partie de l'information. Ce qui nous intéresse, c'est l'endroit où les titres sont négociés dans un environnement de marchés multiples au Canada.</i></p>

Trois intervenants sont en faveur de la fourniture d'information sur les opérations exécutées à l'étranger, dont un lorsque la relation entre les parties dicte l'acheminement des ordres. Un autre intervenant affirme que cette information fournirait des renseignements supplémentaires pour l'analyse interne.

Opérations hors bourse

En ce qui concerne l'information sur les opérations hors bourse, un intervenant remarque que le manque de transparence et d'information comparative peut compliquer l'évaluation de la meilleure exécution sur les marchés hors cote, mais que cette information peut être utile dans certains cas, comme les émissions d'obligations d'État.

Question 21 : Les courtiers devraient-ils fournir de l'information sur les ordres acheminés pour l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question ne croient pas que les courtiers devraient fournir de l'information sur les ordres acheminés en application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Ils font valoir les arguments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'information détaillée sur l'acheminement des ordres et les décisions prises pendant la négociation est plus pertinemment recueillie dans le cadre du projet TREATS; • cette obligation entraînerait des retards et impose indirectement aux participants des coûts opérationnels et de conformité indus; • il faudrait reporter la mise en œuvre d'obligations d'information supplémentaires jusqu'à ce que le marché ait fonctionné dans le contexte 	<p><i>Pour le moment, nous ne proposons pas d'inclure l'information sur les ordres acheminés pour l'application de l'interdiction de transaction hors cours. Nous pourrions réévaluer ce point lorsque les obligations relatives aux transactions hors cours auront été en vigueur depuis un certain temps.</i></p>

<p>des projets de règlements pendant une période raisonnable et qu'une étude rigoureuse prouve de façon convaincante que cette obligation répond à un besoin réglementaire.</p> <p>Deux intervenants sont en faveur de la fourniture d'information sur les ordres acheminés en application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. L'un d'eux veut toutefois que les ACVM s'assurent que les avantages de cette information l'emportent sur les coûts associés à la mise en place de la structure nécessaire avant d'imposer cette obligation.</p>	
<p>Question 22 : Devrait-on inclure dans l'information à fournir par les marchés les statistiques fondées sur des écarts?</p>	
<p><i>Commentaires</i></p>	<p><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>Six intervenants ne souhaitent pas que les marchés aient à fournir des statistiques fondées sur les écarts, notamment pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • il est difficile d'établir des normes objectives de présentation uniforme de l'information et on pourrait manipuler les statistiques en incluant ou en omettant sélectivement les données sur les opérations; • selon la nature du marché, cette information peut ne pas du tout être pertinente; • les statistiques fondées sur les écarts n'aideront pas à déterminer la vitesse d'exécution, la certitude de l'exécution et le coût global des opérations. <p>Cinq intervenants indiquent qu'il faudrait fournir des statistiques fondées sur les écarts pour les raisons suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • ces statistiques sont nécessaires pour déterminer la meilleure exécution du flux d'ordres passif; • cette information est importante pour analyser le coût des opérations sous forme d'analyse du manque à gagner lors de l'exécution; 	<p><i>Les avis étaient partagés sur la présentation des statistiques fondées sur les écarts. Par conséquent, nous avons proposé que l'information fournie par les marchés comporte des statistiques fondées sur les écarts et sollicité des commentaires sur ce point.</i></p>

<ul style="list-style-type: none"> • cette information est la meilleure mesure de la liquidité. 	
<p>Question 23 : Si des titres se négocient sur un seul marché, l'information visée par les obligations d'information proposées serait-elle utile? Est-il possible de faire naître de telles obligations seulement dès que ces titres se négocient sur plus d'un marché? Les marchés seraient-ils toujours en mesure de savoir quand cette situation s'est produite?</p>	
<p style="text-align: center;"><i>Commentaires</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>La plupart des intervenants qui ont répondu à cette question ne croient pas que l'information visée par les obligations proposées serait utile si les titres ne sont négociés que sur un marché. Certains intervenants font valoir que la valeur de l'information ne serait pas justifiée par le coût de sa collecte.</p> <p>Trois intervenants jugent que l'information visée par les obligations d'information proposées serait utile même si les titres ne sont négociés que sur un marché. Un intervenant soutient que ces données historiques peuvent servir lorsque la capitalisation d'un émetteur augmente et que ses titres seront inscrits à la cote de plusieurs marchés. Un autre intervenant estime que l'on peut réaliser l'analyse du coût des opérations même si les titres ne sont négociés que sur un marché. Un autre intervenant note également que les obligations d'information prévoient des moyens de mesurer la qualité prévue de l'exécution d'un marché et qu'étant donné la difficulté de suivre les titres intercotés en temps réel, la meilleure solution consiste à normaliser les obligations d'information des marchés, que les titres négociés soient intercotés ou non.</p>	<p><i>Nous n'avons pas limité à un seul marché les obligations d'information des marchés sur lesquels les titres sont négociés. Nous estimons que les obligations d'information proposées donneront de l'information utile pour évaluer la qualité de l'exécution.</i></p>

II. Liste des intervenants

1. Bloomberg Tradebook Canada Company
2. BMO Groupe financier
3. Canadian Security Traders Association Inc.
4. CNQ
5. egX Canada
6. Gestion de Placements TD Inc.
7. Groupe TSX Inc.
8. Highstreet Asset Management Inc
9. Investment Industry Association of Canada
10. ITG Investment Technology Group
11. Liquidnet Canada Inc.
12. Merrill Lynch Canada Inc.
13. Office d'investissement du RPP
14. Perimeter Marchés Inc.
15. Raymond James Ltd.
16. RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
17. RBC Gestion d'Actifs Inc.
18. Scotia Capitaux Inc.
19. TD Newcrest

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

Loi sur les valeurs mobilières

(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 8°, 32° et 34°, et 331.2; 2007, c. 15; 2008, c. 7; 2008, c. 24)

1. L'article 1.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché est modifié :

1° par la suppression de la définition de « ACCOVAM »;

2° par l'insertion, après la définition de « bourse reconnue », des suivantes :

« écart effectif » : les écarts de cours suivants :

a) pour les ordres d'achat, le double de la différence entre, d'une part, le cours d'exécution et, d'autre part, le cours médian situé entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur selon une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, sur un marché particulier au moment de la réception de l'ordre;

b) pour les ordres de vente, le double de la différence entre, d'une part, le cours médian situé entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur selon une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, sur un marché particulier au moment de la réception de l'ordre et, d'autre part, le cours d'exécution;

« écart réalisé » : les écarts de cours suivants, le cours médian étant, pour les ordres exécutés dans les cinq dernières minutes de la séance d'un marché, situé entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur de clôture diffusés pour la séance :

a) pour les ordres d'achat, le double de la différence entre, d'une part, le cours d'exécution et, d'autre part, le cours médian situé entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur selon une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, sur un marché particulier cinq minutes après l'exécution de l'ordre;

b) pour les ordres de vente, le double de la différence entre, d'une part, le cours médian situé entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur selon une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, sur un marché particulier cinq minutes après l'exécution de l'ordre et, d'autre part, le cours d'exécution; »;

3° dans la définition de « intermédiaire entre courtiers sur obligations » :

a) par le remplacement de « ACCOVAM » par « OCRCVM »;

b) par le remplacement des mots « le Statut 36 » par les mots « la Règle 36 »;

c) par le remplacement des mots « le Règlement 2100 » par les mots « la Règle 2100 »;

d) par le remplacement, dans le texte français, du mot « modifié » par le mot « modifiée »;

4° par l'insertion, après la définition de « membre », de la suivante :

« OCRCVM » : l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières. ».

2. Ce règlement est modifié par l'insertion, après l'article 10.1, du suivant :

« 10.2. Les frais de négociation pour les transactions hors cours

Le marché ne peut imposer les conditions suivantes relativement aux frais de négociation facturés pour l'exécution des ordres en vue de se conformer à l'article 6.1 du Règlement 23-101 sur les règles de négociation :

a) exiger des frais égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle universelle d'intégrité du marché 6.1 de l'OCRCVM, modifiée;

b) fixer des conditions entraînant une discrimination entre les ordres acheminés à ce marché pour empêcher les transactions hors cours et les ordres créés sur ce marché. ».

3. L'article 11.5 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« 11.5. La synchronisation des horloges

1) Le marché sur lequel se négocient des titres cotés, l'agence de traitement de l'information qui reçoit de l'information à leur sujet et le courtier qui les négocie synchronisent les horloges utilisées pour enregistrer ou contrôler l'heure et la date de tout événement qui doit être enregistré conformément à la présente partie ou au Règlement 23-101 sur les règles de négociation avec celle de leur fournisseur de services de réglementation ou, s'ils n'en ont pas engagé, celle de tout fournisseur de services de réglementation surveillant la négociation de ces titres.

2) Le marché sur lequel se négocient des titres d'emprunt privés ou publics, l'agence de traitement de l'information qui reçoit de l'information à leur sujet ainsi que le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations qui les négocient synchronisent les horloges utilisées pour enregistrer ou contrôler l'heure et la date de tout événement qui doit être enregistré conformément à la présente partie ou au Règlement 23-101 sur les règles de négociation avec celle de leur fournisseur de services de réglementation ou, s'ils n'en ont pas engagé, celle de tout fournisseur de services de réglementation surveillant la négociation de ces titres. ».

4. Ce règlement est modifié par l'insertion, après l'article 11.5, de ce qui suit :

« PARTIE 11.1 RAPPORT DU MARCHÉ SUR L'EXÉCUTION DES ORDRES

11.1.1. Rapport du marché sur l'exécution des ordres

1) Le marché publie sur un site Web, sous une forme électronique adéquate, facilement accessible et utilisable, un rapport mensuel téléchargeable gratuitement et contenant l'information suivante, à l'exception de toute information sur les ordres non normalisés, les ordres à cours calculé et les ordres au cours de clôture :

Mesure de la liquidité :

a) pour tous les ordres qui, lorsqu'ils sont reçus par le marché, se situent dans la fourchette du meilleur cours acheteur et du meilleur cours vendeur, limites incluses, selon une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, sur un marché particulier, l'information suivante :

i) le nombre d'ordres reçus par le marché;

- ii) le nombre d'ordres annulés;
- iii) le nombre d'ordres exécutés sur le marché;
- iv) le cas échéant, le nombre d'ordres acheminés à un autre marché pour exécution;
- v) le volume moyen de tous les ordres exécutés sur le marché;
- vi) pour les ordres exécutés, l'écart effectif moyen pondéré en fonction du nombre d'actions;
- vii) pour les ordres exécutés, l'écart réalisé moyen pondéré en fonction du nombre d'actions;

Statistiques sur les négociations :

- b) le nombre d'opérations exécutées sur le marché;
- c) le volume de toutes les opérations exécutées sur le marché;
- d) le volume de toutes les opérations découlant de l'exécution d'ordres qui ne sont pas affichés sur le marché;
- e) le volume de toutes les opérations découlant de l'exécution d'ordres qui sont partiellement affichés sur le marché;
- f) la valeur de toutes les opérations exécutées sur le marché;
- g) la moyenne arithmétique et la taille médiane des opérations exécutées sur le marché;
- h) le nombre d'opérations exécutées sur le marché dont le volume est le suivant :
 - i) pour les titres autres que les options, le volume suivant :
 - A) plus de 5 000 et jusqu'à 10 000 unités de titres;
 - B) plus de 10 000 unités de titres;
 - ii) pour les options, le volume suivant :
 - A) plus de 100 et jusqu'à 250 contrats d'options;
 - B) plus de 250 contrats d'options;

Mesure de la rapidité et de la certitude de l'exécution :

- i) le nombre d'ordres qui, lorsqu'ils sont reçus par le marché, se situent dans la fourchette du meilleur cours acheteur et du meilleur cours vendeur, limites incluses, selon une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'une agence de traitement de l'information, sur un marché particulier et qui sont exécutés dans les délais suivants :
 - i) au plus 1 seconde après réception;
 - ii) plus de 1 seconde et jusqu'à 10 secondes après réception;
 - iii) plus de 10 secondes et jusqu'à 60 secondes après réception;

- iv) plus de 1 minute et jusqu'à 5 minutes après réception;
- v) plus de 5 minutes et jusqu'à 30 minutes après réception.

2) L'information prévue aux sous-paragraphes *a* à *i* du paragraphe 1 est classée par titre.

3) Le présent article entre en vigueur le [insérer la date qui tombe six mois après l'entrée en vigueur]. ».

5. Les articles 12.1 à 12.3 de ce règlement sont remplacés par les suivants :

« **12.1. Les obligations relatives aux systèmes**

Le marché *a*, pour chacun de ses systèmes servant à la saisie, à l'acheminement et à l'exécution des ordres, à la déclaration, à la comparaison et à la compensation des opérations, aux listes de données et à la surveillance du marché, les obligations suivantes :

a) élaborer et maintenir les éléments suivants :

i) des plans raisonnables de continuité des activités et de reprise après sinistre;

ii) un système adéquat de contrôle interne de ces systèmes;

iii) des contrôles généraux adéquats en matière d'informatique, notamment en ce qui concerne le fonctionnement des systèmes d'information, la sécurité de l'information, la gestion des changements, la gestion des problèmes, le soutien du réseau et le soutien du logiciel d'exploitation;

b) conformément à la pratique commerciale prudente, prendre les mesures suivantes à une fréquence raisonnable et au moins une fois par année :

i) effectuer des estimations raisonnables de la capacité actuelle et future;

ii) soumettre ses systèmes à des tests avec charge élevée pour déterminer leur capacité de traiter les opérations de manière exacte, rapide et efficace;

iii) tester ses plans de continuité des activités et de reprise après sinistre;

c) aviser rapidement l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières et, le cas échéant, son fournisseur de services de réglementation de toute panne importante des systèmes.

12.2. L'examen des systèmes

1) Le marché engage chaque année une partie compétente pour effectuer un examen indépendant de chacun de ses systèmes servant à la saisie, à l'acheminement et à l'exécution des ordres, à la déclaration, à la comparaison et à la compensation des opérations, aux listes de données et à la surveillance du marché et pour établir un rapport conformément à des normes de vérification établies afin de garantir sa conformité au paragraphe *a* de l'article 12.1.

2) Le marché présente le rapport visé au paragraphe 1 aux destinataires suivants :

a) son conseil d'administration ou son comité de vérification, rapidement après l'établissement du rapport;

b) l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières, dans un délai de 30 jours suivant la présentation du rapport au conseil d'administration ou au comité de vérification.

12.3. Publication des prescriptions techniques et accès aux installations d'essais

1) Le marché publie la version finale de toutes les prescriptions techniques relatives à l'interfaçage avec ses systèmes ou à l'accès à ceux-ci dans les délais suivants :

a) s'il n'est pas encore en activité, pendant au moins trois mois avant sa mise en activité;

b) une fois mis en activité, pendant au moins trois mois avant de mettre en œuvre un changement important de ses prescriptions techniques.

2) Après la publication des prescriptions techniques visées au paragraphe 1, le marché permet l'accès à des installations d'essais concernant l'interfaçage avec ses systèmes et l'accès à ceux-ci dans les délais suivants :

a) s'il n'est pas encore en activité, pendant au moins deux mois avant sa mise en activité;

b) une fois mis en activité, pendant au moins deux mois avant de mettre en œuvre un changement important de ses prescriptions techniques.

3) Le marché ne peut entrer en activité avant de se conformer au sous-paragraphe *a* des paragraphes 1 et 2. ».

6. L'article 14.5 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« 14.5. Les obligations relatives aux systèmes

L'agence de traitement de l'information a les obligations suivantes :

a) élaborer et maintenir les éléments suivants :

i) des plans raisonnables de continuité des activités et de reprise après sinistre;

ii) un système adéquat de contrôles internes sur ses systèmes essentiels;

iii) des contrôles généraux adéquats en matière d'informatique, notamment en ce qui concerne le fonctionnement des systèmes d'information, la sécurité de l'information, la gestion des changements, la gestion des problèmes, le soutien du réseau et le soutien du logiciel d'exploitation;

b) prendre les mesures suivantes, conformément à la pratique commerciale prudente, à une fréquence raisonnable et au moins une fois par année :

i) effectuer des estimations raisonnables de la capacité actuelle et future de chacun de ses systèmes;

ii) soumettre ses systèmes essentiels à des tests avec charge élevée pour déterminer leur capacité de traiter l'information de manière exacte, rapide et efficace;

iii) tester ses plans de continuité des activités et de reprise après sinistre;

c) engager chaque année une partie compétente pour effectuer un examen indépendant des systèmes et pour établir un rapport conformément aux normes de vérification établies afin de garantir sa conformité au paragraphe a);

d) présenter le rapport visé au paragraphe c) aux destinataires suivants :

i) son conseil d'administration ou son comité de vérification, rapidement après l'établissement du rapport;

ii) l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières, dans un délai de 30 jours suivant la présentation du rapport au conseil d'administration ou au comité de vérification;

e) aviser rapidement l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières et tout fournisseur de services de réglementation, bourse reconnue ou système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations surveillant la négociation des titres sur lesquels de l'information est fournie à l'agence de traitement de l'information de toute panne importante des systèmes. ».

7. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

1. L'Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché est modifiée par l'insertion, après l'article 1.3, du suivant :

« 1.4. La définition de « fournisseur de services de réglementation »

La définition de « fournisseur de services de réglementation » s'applique aux tiers qui fournissent des services de réglementation aux marchés. Les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations ne sont pas fournisseurs de services de réglementation s'ils n'offrent ces services qu'à leur propre marché ou à un marché du même groupe qu'eux. ».

2. L'article 2.1 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe 1 du texte français, du mot « couplent » par le mot « appartient » et des mots « alinéas » et « l'alinéa » par, respectivement, les mots « paragraphes » et « le paragraphe »;

2° par le remplacement, dans le paragraphe 7, de « ACCOVAM » par « OCRCVM », de « au Statut 36 » par « à la Règle 36 » et de « au Règlement 2100 » par « à la Règle 2100 ».

3. L'article 3.4 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe 3 du texte français, des mots « l'alinéa » par les mots « le paragraphe »;

2° par le remplacement, dans le paragraphe 4 du texte français, des mots « l'alinéa » par les mots « le paragraphe »;

3° par le remplacement, dans le paragraphe 5, de « ACCOVAM » par « OCRCVM » et, dans le texte français, des mots « L'alinéa » par les mots « Le paragraphe ».

4. Le paragraphe 6 de l'article 6.1 de cette instruction générale est modifié par le remplacement des mots « la modification de la plate-forme d'exploitation du SNP, des types de titres négociés ou des types d'adhérents » par les mots « toute modification des renseignements fournis aux Annexes A, B, C, F, G, I et J de l'Annexe 21-101A2. ».

5. L'article 7.1 de cette instruction générale est modifié par le remplacement de la dernière phrase par ce qui suit :

« En outre, au paragraphe *b*, l'expression « une personne » s'entend aussi d'un système ou d'un mécanisme exploité par une personne et d'une personne qui a accès par l'entremise d'un membre ou d'un adhérent. Toujours dans ce paragraphe, l'expression « services » s'entend de tous les services qu'un marché fournit, y compris ceux fournis par une bourse à ses membres ou par un système de cotation et de déclaration d'opérations à ses adhérents ou encore à quiconque accède aux ordres directement ou indirectement sur cette bourse ou ce système en application des dispositions relatives aux transactions hors cours prévues à la partie 6 du Règlement 23-101. La bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations devrait offrir un accès équitable et efficient *a*) aux membres ou adhérents directement ou *b*) aux personnes qui accèdent indirectement à la bourse ou au système par l'entremise de ces derniers afin de se conformer à l'article 6.1 de ce règlement. ».

6. L'article 8.2 de cette instruction générale est modifié par le remplacement de la dernière phrase par ce qui suit :

« Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières font observer que les règles d'accès ne limitent pas le pouvoir d'un SNP de fixer des normes d'accès raisonnables et que, au paragraphe *b*, l'expression « une personne » s'entend aussi d'un système ou d'un mécanisme exploité par une personne et d'une personne qui a accès par l'entremise d'un adhérent courtier. Toujours dans ce paragraphe, l'expression « services » s'entend de tous les services qu'un marché fournit, y compris ceux fournis aux adhérents ou à quiconque accède aux ordres directement ou indirectement sur le SNP en application des dispositions relatives aux transactions hors cours prévues à la partie 6 du Règlement 23-101. Le SNP devrait offrir un accès équitable et efficient *a*) aux adhérents directement ou *b*) aux personnes qui accèdent indirectement au SNP par l'entremise d'un adhérent afin de se conformer à l'article 6.1 de ce règlement. ».

7. L'article 9.1 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement des deux premières phrases du paragraphe 1 par les suivantes :

« Conformément au paragraphe 1 de l'article 7.1 du règlement, le marché qui affiche à l'intention d'une personne des ordres portant sur des titres cotés doit fournir des informations exactes et à jour sur ces ordres à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation. L'article 7.2 exige que le marché fournisse des informations exactes et à jour sur les opérations effectuées sur des titres cotés à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation. »;

2° par le remplacement du paragraphe 2 par le suivant :

« 2) Dans l'application des articles 7.1 et 7.2 du règlement, le marché ne devrait pas mettre les informations requises sur les ordres et les opérations à la disposition d'autres personnes plus rapidement qu'il ne les fournit à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information. En outre, toute information que le marché fournit à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information doit préciser l'identité du marché et contenir tout autre renseignement utile, notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de l'ordre ou de l'opération. ».

8. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 10.1, du suivant, et par la renumérotation de l'article 10.2, qui devient l'article 10.3 :

« 10.2. Disponibilité de l'information

Dans l'application des articles 8.1 et 8.2 du règlement, qui prévoient la fourniture d'informations exactes et à jour sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation, le marché, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations ou le courtier ne devrait pas mettre les informations requises à la disposition d'autres personnes plus rapidement qu'il ne les fournit à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information. ».

9. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 12.1, du suivant :

« 12.2. Frais de négociation pour les transactions hors cours

L'article 10.2 du règlement interdit au marché de facturer, dans l'application des dispositions relatives aux transactions hors cours prévues à la partie 6 du règlement 23-101, des frais qui *i*) sont égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle universelle d'intégrité du marché 6.1 de l'OCRCVM, modifiée, ou *ii*) entraînent une discrimination entre les ordres acheminés à ce marché pour empêcher les transactions hors

cours et les ordres créés sur ce marché. Cette interdiction vise tous les frais exigés pour accéder aux ordres sur un marché. Le paragraphe *b* de l'article 10.2 du règlement a pour objet d'empêcher les marchés de facturer des frais entraînant une discrimination envers ceux qui acheminent des ordres pour respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. ».

10. Cette instruction générale est modifiée par le remplacement de l'article 13.2 par le suivant :

« 13.2. La synchronisation des horloges

Les paragraphes 1 et 2 de l'article 11.5 du règlement prévoient la synchronisation des horloges avec celle d'un fournisseur de services de réglementation surveillant les activités des marchés et, le cas échéant, des intermédiaires entre courtiers sur obligations ou des courtiers qui négocient les titres pertinents. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment que la synchronisation doit se faire en continu sur l'étalon national de temps choisi par le fournisseur de services de réglementation. Même le marché qui n'a pas engagé de fournisseur de services de réglementation devrait synchroniser ses horloges avec celle du fournisseur de services surveillant les opérations sur les titres négociés sur ce marché. Chaque fournisseur de services de réglementation surveille l'information qu'il reçoit de tous les marchés, courtiers et, le cas échéant, intermédiaires entre courtiers sur obligations pour vérifier que les horloges sont correctement synchronisées. Lorsqu'il existe plusieurs fournisseurs de services de réglementation, ceux-ci doivent, pour s'acquitter de leur obligation de coordonner la surveillance et les mesures d'application en vertu de l'article 7.5 du Règlement 23-101, s'entendre sur un étalon commun aux fins de synchronisation. En l'absence de fournisseur de services de réglementation, les bourses reconnues et systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations devraient coordonner entre eux la synchronisation des horloges. ».

11. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après la partie 13, de la suivante :

« PARTIE 13.1 RAPPORT DU MARCHÉ SUR L'EXÉCUTION DES ORDRES

13.1.1. Rapport du marché sur l'exécution des ordres

1) En vertu de l'article 11.1.1 du règlement, le marché est tenu de publier des rapports mensuels normalisés contenant des statistiques sur l'exécution des ordres. On s'attend à ce que cette information serve de point de départ à la promotion de la visibilité et à la meilleure exécution, particulièrement en ce qui a trait aux facteurs qui y concourent, soit le cours et la rapidité d'exécution. On s'attend également à ce que cette information constitue pour les courtiers et conseillers un outil d'évaluation de la qualité de l'exécution sur les différents marchés et les aide à s'acquitter de l'obligation d'obtenir la meilleure exécution.

2) Les ordres qui ne sont pas immédiatement exécutables et ceux qui sont négociés sur les registres des ordres assortis de conditions particulières, notamment tout ou rien, une quantité minimale ou une livraison au comptant ou différée, ne sont pas considérés comme des ordres pour l'application de la présente partie. De même, l'information sur les ordres concernant les opérations organisées au préalable ou les applications intentionnelles ou internes n'est pas exigée. En outre, les marchés qui publient de l'information sur les opérations ne devraient compter qu'une fois chaque action négociée. ».

12. L'article 14.1 de cette instruction générale est remplacé par les suivants :

« 14.1. Les obligations relatives aux systèmes

Le présent article s'applique à tous les systèmes du marché qui sont visés dans l'énoncé introductif de l'article 12.1 du règlement.

1) En vertu du paragraphe *a* de l'article 12.1 du règlement, le marché est tenu d'élaborer et de maintenir un système adéquat de contrôle interne des systèmes visés. Il est également dans l'obligation d'élaborer et de maintenir des contrôles généraux adéquats en matière d'informatique. Il s'agit des contrôles mis en œuvre en appui de la planification, de l'acquisition, du développement et de l'entretien des technologies de l'information, de l'exploitation informatique, du soutien des systèmes d'information et de la sécurité. Des ouvrages reconnus indiquent ce en quoi consistent des contrôles adéquats en matière d'informatique, notamment *La gestion du contrôle de l'informatique*, de l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA), et *COBIT*, du IT Governance Institute.

2) En vertu du paragraphe *b* de l'article 12.1 du règlement, le marché est tenu de respecter certaines normes en matière de capacité des systèmes, de performance, de continuité des activités et de reprise après sinistre. Ces normes sont conformes aux pratiques commerciales prudentes. Les activités et les tests visés à ce paragraphe doivent être effectués au moins une fois par année. Dans la pratique cependant, en raison de l'évolution constante de la technologie, des exigences en matière de gestion des risques et de la pression de la concurrence, ils sont souvent effectués plus fréquemment.

3) En vertu du paragraphe 1 de l'article 12.2 du règlement, le marché est tenu d'engager une partie compétente pour effectuer une évaluation annuelle indépendante des contrôles internes visés au paragraphe *a* de l'article 12.1. Une partie compétente est une personne ou un groupe de personnes expérimentées en matière de technologies de l'information et d'évaluation des contrôles internes connexes dans un environnement informatique complexe. Avant d'engager une partie compétente, le marché devrait discuter de son choix avec l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières.

« 14.2. Publication des spécifications techniques et accès aux installations d'essais

1) En vertu du paragraphe 1 de l'article 12.3 du règlement, le marché est tenu de publier pendant au moins trois mois la version finale des prescriptions techniques relatives à l'interfaçage avec ses systèmes ou à l'accès à ceux-ci. En cas de changement important de ces prescriptions techniques entre leur publication et la mise en activité, le marché devrait publier les prescriptions techniques révisées pendant trois mois avant d'entrer en activité. Ce paragraphe oblige également le marché en activité à publier ses prescriptions techniques pendant au moins trois mois avant d'y apporter un changement important.

2) En vertu du paragraphe 2 de l'article 12.3 du règlement, le marché est tenu de permettre l'accès à des installations d'essais concernant l'interfaçage avec ses systèmes et l'accès à ceux-ci pendant au moins deux mois après la publication des prescriptions techniques. S'il publie ses prescriptions techniques pendant plus de trois mois, il peut permettre l'accès aux installations pendant ou après cette période à condition de le faire pendant au moins deux mois avant la mise en activité. S'il entend apporter des changements importants à ses systèmes après sa mise en activité, il est tenu de permettre l'accès à des installations d'essais pendant au moins deux mois avant de mettre en œuvre les changements. ».

13. L'article 16.1 de cette instruction générale est modifié par le remplacement du paragraphe 2 par les suivants :

« 2) En vertu du paragraphe 2 de l'article 14.4 du règlement, l'agence de traitement de l'information assure la collecte, le traitement, la diffusion et la publication des informations sur les ordres et sur les opérations sur titres d'une manière rapide, exacte, fiable et équitable. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières s'attendent à ce que, lorsqu'elle remplit cette obligation, elle fasse en sorte que tous les marchés, intermédiaires entre courtiers sur obligations et courtiers qui sont tenus de fournir des informations aient accès à elle à des conditions équitables et raisonnables. Elles s'attendent également à ce qu'elle ne donne la priorité aux informations d'aucun marché, intermédiaire entre courtiers sur obligations ou courtier lors de la collecte, du traitement, de la diffusion ou de la publication.

3) En vertu du paragraphe 5 de l'article 14.4 du règlement, l'agence de traitement

de l'information fournit de l'information rapide et exacte sur les ordres et les opérations et ne doit pas imposer indûment de restrictions à l'accès équitable à cette information. Pour s'acquitter de l'obligation d'octroyer un « accès équitable », l'agence de traitement de l'information est censée rendre les informations diffusées et publiées disponibles à des conditions raisonnables et non discriminatoires. Par exemple, elle ne doit fournir les informations sur les ordres et les opérations à aucune personne ni à aucun groupe de personnes plus rapidement qu'à d'autres et n'accorder de traitement de faveur à aucune personne ni à aucun groupe de personnes en matière de prix. ».

14. Le sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 de l'article 16.2 de cette instruction générale est modifié par la suppression de « , sans discrimination indue ».

15. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 16.3, du suivant :

« 16.4. Les obligations relatives aux systèmes

Les indications données à l'article 14.1 de la présente instruction générale sur les obligations relatives aux systèmes valent pour les agences de traitement de l'information dans la mesure applicable. ».

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

Loi sur les valeurs mobilières

(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 8°, 9.1°, 15°, 26°, 32° et 34°, et 331.2; 2007, c. 15; 2008, c. 7; 2008, c. 24)

1. L'article 1.1 du Règlement 23-101 sur les règles de négociation est modifié :

1° par l'insertion, après la phrase introductive, de la définition suivante :

« fonctionnalité automatisée » : la capacité de faire ce qui suit :

a) désigner comme devant être exécuté sinon annulé tout ordre entrant qui a été saisi sur le marché électroniquement;

b) exécuter immédiatement et automatiquement tout ordre ainsi désigné contre le volume affiché;

c) annuler immédiatement et automatiquement la tranche non exécutée de tout ordre ainsi désigné sans l'acheminer ailleurs;

d) transmettre immédiatement et automatiquement une réponse à l'auteur de tout ordre ainsi désigné en indiquant la mesure prise à l'égard de l'ordre;

e) afficher immédiatement et automatiquement toute information qui met à jour l'ordre affiché pour indiquer toute modification de ses conditions importantes; »;

2° par l'insertion, après la définition de « meilleure exécution », des suivantes :

« offre d'achat protégée » : toute offre d'achat d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, lorsque les conditions suivantes sont réunies :

a) elle est affichée par un marché disposant de la fonctionnalité automatisée;

b) l'information la concernant est fournie conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, adopté par la Commission des valeurs mobilières du Québec en vertu de la décision n° 2001-C-0409 du 28 août 2001, à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation;

« offre de vente protégée » : toute offre de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, lorsque les conditions suivantes sont réunies :

a) elle est affichée par un marché disposant de la fonctionnalité automatisée;

b) l'information la concernant est fournie conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation;

« ordre à cours calculé » : tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui est saisi sur un marché, lorsque le cours du titre remplit les conditions suivantes :

a) il n'est pas connu au moment de la saisie de l'ordre;

b) il doit être calculé en fonction du cours du titre au moment de l'exécution, mais n'y sera pas nécessairement égal;

« ordre au cours de clôture » : tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui remplit les conditions suivantes :

a) il est saisi sur un marché;

b) il est subordonné aux conditions suivantes :

i) il doit être exécuté au cours de clôture du titre sur ce marché;

ii) il doit être exécuté après l'établissement du cours de clôture;

« ordre de balayage intermarchés » : tout ordre à cours limité d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui, lorsqu'un ou plusieurs autres ordres à cours limité sont acheminés en même temps que lui à un marché pour être exécutés contre le volume affiché de tout autre ordre protégé doté d'un meilleur cours sur ce marché que l'ordre protégé visé au paragraphe *a*, remplit les conditions suivantes :

a) il est saisi sur un marché ou acheminé à un marché pour exécution contre un ordre protégé;

b) il est désigné comme ordre de balayage intermarchés;

« ordre non normalisé » : tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui est saisi sur un marché et assorti de conditions de règlement non normalisées qui n'ont pas été établies par le marché à la côte duquel le titre est inscrit ou sur lequel il est coté;

« ordre protégé » : une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée;

« transaction hors cours » : l'exécution d'une opération à l'un des cours suivants :

a) dans le cas d'un achat, un cours plus élevé que toute offre de vente protégée;

b) dans le cas d'une vente, un cours inférieur à toute offre d'achat protégée. ».

2. L'article 1.2 de ce règlement est modifié par la suppression de « , adopté par la Commission des valeurs mobilières du Québec en vertu de la décision n° 2001-C-0409 du 28 août 2001, ».

3. Ce règlement est modifié par l'insertion, après l'article 4.3, du suivant :

« 4.4. La déclaration des ordres acheminés par le courtier

1) Le courtier publie sur un site Web, sous une forme électronique adéquate, facilement accessible et utilisable, un rapport trimestriel téléchargeable gratuitement sur les ordres qu'il a acheminés à titre de mandataire au cours du trimestre et y présente l'information suivante lorsque des titres sont négociés sur plusieurs marchés :

a) le nom des marchés auxquels les ordres ont été acheminés pour exécution, notamment le pourcentage des ordres acheminés à chaque marché :

- i)* conformément aux directives des clients;
- ii)* de la façon déterminée par le courtier;
- b)* les aspects importants de la relation du courtier avec le marché, y compris une description de toute convention.

2) Le courtier informe son client, dans les 15 jours suivant réception de sa demande, du nom de tout marché auquel ses ordres ont été acheminés pour exécution au cours des six mois précédents, du fait que le courtier avait reçu ou non la directive expresse d'acheminer les ordres à un marché particulier pour exécution et du moment de l'exécution, le cas échéant, de ces ordres.

3) Le présent article entre en vigueur le [insérer la date tombant six mois après la date d'entrée en vigueur]. ».

4. L'intitulé de la partie 6 et l'article 6.1 de ce règlement sont remplacés par ce qui suit :

« PARTIE 6 LA PROTECTION CONTRE LES TRANSACTIONS HORS COURS

6.1. La protection contre les transactions hors cours

1) Tout marché établit, maintient et fait respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour faire ce qui suit :

- a)* empêcher sur ce marché l'exécution de transactions hors cours qui ne correspondent pas à celles visées à l'article 6.2;
- b)* assurer sa conformité à la présente partie lorsqu'il exécute une transaction hors cours visée à l'article 6.2.

2) Tout marché examine et contrôle régulièrement l'efficacité des politiques et procédures prévues au paragraphe 1 et prend rapidement les mesures nécessaires pour en corriger les lacunes.

3) Le marché fournit à l'autorité en valeurs mobilières et, le cas échéant, à son fournisseur de services de réglementation les politiques et procédures prévues au paragraphe 1 et leurs modifications importantes au moins 45 jours avant leur mise en œuvre.

6.2. La liste de transactions hors cours

Les transactions hors cours visées au sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 de l'article 6.1 sont les suivantes :

- a)* la transaction hors cours a été exécutée lorsqu'il existait des motifs raisonnables de croire que le marché affichant l'ordre protégé contourné connaissait une panne, un mauvais fonctionnement ou un retard important de ses systèmes ou de son matériel;
- b)* la transaction hors cours consistait dans l'exécution d'un ordre désigné comme ordre de balayage intermarchés;
- c)* la transaction hors cours a été exécutée par un marché qui a acheminé simultanément un ordre de balayage intermarchés pour exécution contre le volume total affiché de tout ordre protégé contourné;

d) le marché affichant l'ordre protégé contourné avait affiché, immédiatement avant l'exécution de la transaction hors cours, un ordre protégé dont le cours était égal ou inférieur à celui de cette transaction;

e) la transaction hors cours a résulté de l'exécution des ordres suivants :

- i)* un ordre non normalisé;
- ii)* un ordre à cours calculé;
- iii)* un ordre au cours de clôture;

f) la transaction hors cours a été exécutée lorsque la meilleure offre d'achat protégée était supérieure à la meilleure offre de vente protégée.

6.3. Les obligations relatives aux ordres de balayage intermarchés

Le marché ou le participant au marché qui est chargé d'acheminer un ordre de balayage intermarchés prend les mesures nécessaires pour vérifier qu'il s'agit d'un tel ordre.

6.4. Panne, mauvais fonctionnement ou retard important des systèmes ou du matériel

1) Le marché avise immédiatement tous les fournisseurs de services de réglementation, ses participants au marché et les autres marchés de toute panne, de tout mauvais fonctionnement ou de tout retard important de ses systèmes ou de son matériel.

2) Si l'avis prévu au paragraphe 1 n'a pas été envoyé, le marché qui exécute une opération visée au paragraphe *a* de l'article 6.2 et achemine un ordre vers un autre marché avise immédiatement les parties suivantes :

a) le marché dont il a des motifs raisonnables de croire qu'il connaît une panne, un mauvais fonctionnement ou un retard important de ses systèmes ou de son matériel;

b) tous les fournisseurs de services de réglementation;

c) ses participants au marché.

3) Le participant au marché qui a des motifs raisonnables de croire qu'un marché connaît une panne, un mauvais fonctionnement ou un retard important de ses systèmes ou de son matériel et qui achemine un ordre pour exécution contre un ordre protégé sur un autre marché affichant un cours inférieur avise les parties suivantes :

a) le marché qui semble connaître la panne, le mauvais fonctionnement ou le retard important;

b) tous les fournisseurs de services de réglementation.

6.5. Les ordres figés ou croisés

Aucun participant au marché ne peut intentionnellement figer ni croiser quelque marché que ce soit en y saisissant les offres suivantes :

a) une offre d'achat à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée;

b) une offre de vente à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée.

6.6. Les heures de négociation

Tout marché fixe les heures de négociation que ses participants doivent observer.

6.7. Disposition anti-échappatoire

Il est interdit d'acheminer un ordre à une bourse, à un système de cotation et de déclaration d'opérations ou à un système de négociation parallèle qui n'exerce pas d'activité au Canada pour éviter de l'exécuter contre un ordre doté d'un meilleur cours sur un marché. ».

5. Le paragraphe *c* de l'article 7.2 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« *c*) la bourse reconnue transmet au fournisseur de services de réglementation l'information prévue à la partie 11 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché ainsi que toute autre information dont il estime avoir besoin pour surveiller efficacement la conduite des participants au marché et, le cas échéant, de la bourse reconnue; ».

6. Le paragraphe *c* de l'article 7.4 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« *c*) le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations transmet au fournisseur de services de réglementation l'information prévue à la partie 11 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché ainsi que toute autre information dont il estime avoir besoin pour surveiller efficacement la conduite des participants au marché et, le cas échéant, du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations; ».

7. L'article 7.5 de ce règlement est modifié par l'insertion, après les mots « conformément à la présente partie », des mots « et à la partie 8 ».

8. Le paragraphe *d* de l'article 8.3 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« *d*) le SNP transmet au fournisseur de services de réglementation l'information prévue à la partie 11 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché ainsi que toute autre information dont il estime avoir besoin pour surveiller efficacement la conduite du SNP et des participants au marché; ».

9. L'article 9.3 de ce règlement est modifié par le remplacement des mots « au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM, *Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt*, modifié » par les mots « à la Règle 2800 de l'OCRCVM, *Code de conduite à l'intention des sociétés courtiers membres de la société négociant sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt*, modifiée ».

10. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 23-101 SUR LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

1. L'article 1.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* est modifié par le remplacement des mots « règlement canadien 23-101 sur » par les mots « *Règlement 23-101 sur* ».

2. Le titre de la partie 2 de cette instruction générale est remplacé par le suivant :

« **CHAMP D'APPLICATION ET DÉFINITIONS** ».

3. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 2.1, des suivants :

« 2.2. Définition de « fonctionnalité automatisée »

L'article 1.1. du règlement prévoit une définition de l'expression « fonctionnalité automatisée », qui s'entend de la capacité de faire ce qui suit : 1) donner suite à un ordre entrant; 2) répondre à l'auteur de l'ordre; et 3) mettre l'ordre à jour en transmettant de l'information à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information. Cette fonctionnalité permet d'exécuter immédiatement et automatiquement tout ordre entrant jusqu'à concurrence de la taille affichée et d'annuler immédiatement et automatiquement la tranche non exécutée de cet ordre sans l'inscrire dans le registre ni l'acheminer ailleurs. Elle ne nécessite aucune intervention humaine dans le traitement des ordres reçus. Le marché pourvu de cette fonctionnalité devrait disposer de systèmes, de politiques et de procédures appropriés pour traiter les ordres « exécuter sinon annuler ».

2.3. Définition d'« ordre à cours calculé »

L'expression « ordre à cours calculé » s'entend de tout ordre portant sur un titre coté dont le cours n'est pas connu au moment de la saisie de l'ordre et est calculé en fonction du cours au moment de l'exécution, sans nécessairement y être égal. Les ordres visés sont les suivants :

a) l'ordre au cours du marché, dont le cours est calculé par le système de négociation du marché au moment fixé par ce dernier;

b) l'ordre au premier cours, dont le cours est le cours d'ouverture déterminé par le marché selon sa propre formule;

c) l'ordre au dernier cours, qui est exécuté au cours de clôture sur un marché donné, mais saisi avant que ce cours ne soit connu;

d) l'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, dont le cours est déterminé selon une formule qui mesure le cours moyen sur un ou plusieurs marchés;

e) l'ordre de base, dont le cours est fonction de ceux auxquels une ou plusieurs opérations sur dérivés ont été effectuées sur un marché; ce type d'ordre doit être approuvé par un fournisseur de services de réglementation.

2.4. Définition d'« ordre de balayage intermarchés »

L'ordre de balayage intermarchés doit être désigné comme tel pour informer le marché destinataire que l'on peut l'exécuter immédiatement sans égard aux ordres dotés d'un meilleur cours qui sont affichés par d'autres marchés. Il peut être désigné comme « OBI » par un marché ou un participant au marché. La définition prévoit que plusieurs ordres de balayage intermarchés peuvent être acheminés simultanément pour exécution contre la meilleure offre d'achat ou de vente protégée et tout ordre à un cours inférieur. En outre, les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul ordre de balayage intermarchés pour exécution contre la meilleure offre d'achat ou de vente protégée.

2.5. Définition d'« ordre non normalisé »

L'expression « ordre non normalisé » s'entend de tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté qui est assorti de conditions de règlement qui n'ont pas été établies par le marché à la cote duquel le titre est inscrit ou sur lequel il est coté. Le participant au marché ne peut cependant ajouter aucune condition de règlement à un ordre à la seule fin d'en faire un ordre non normalisé au sens de la définition.

2.6. Définition d'« ordre protégé »

1) Selon la définition, un ordre protégé est « une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée ». Ces offres sont des ordres d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui sont affichés sur un marché disposant de la fonctionnalité automatisée et dont l'information est fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information, selon le cas, conformément à la partie 7 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*. La mention « affichée sur un marché » s'applique à l'information sur le volume total déclaré sur un marché. Les volumes qui ne sont pas déclarés, qui constituent une « réserve » ou qui sont cachés ne sont pas considérés comme affichés sur un marché. L'ordre doit être fourni de façon à permettre aux autres marchés et participants au marché d'accéder facilement à l'information et de la verser dans leurs systèmes ou mécanismes d'acheminement des ordres.

2) Le paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* indique que les ordres qui ne sont pas immédiatement exécutoires ou sont assortis de conditions particulières ne sont pas considérés comme des « ordres » devant être fournis à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information conformément à la partie 7 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*. Par conséquent, il ne sont pas considérés comme des « ordres protégés » au sens du règlement et ne bénéficient pas de la protection contre les transactions hors cours. Toutefois, les personnes qui exécutent des ordres contre ces types d'ordres sont tenues de les exécuter d'abord contre tous les ordres affichant un meilleur cours. En outre, la protection contre les transactions hors cours s'applique aux ordres assortis de conditions particulières saisis sur un marché, s'il est possible de les exécuter contre des ordres existants malgré les conditions en question. ».

4. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 4.1, du suivant :

« 4.2. Les obligations d'information des courtiers

L'article 4.4 du règlement exige des courtiers qui acheminent des ordres pour le compte de leurs clients qu'ils déclarent leurs pratiques en la matière. Étant donné que les courtiers ont l'obligation de réaliser la meilleure exécution pour leurs clients, ils devraient revoir périodiquement leurs pratiques d'acheminement des ordres pour vérifier qu'ils respectent leur obligation. On s'attend à ce que l'information prévue à l'article 4.4 du règlement favorise la transparence du processus et donne aux clients la possibilité de surveiller les activités d'acheminement des ordres des courtiers. Les courtiers ont également l'obligation de répondre aux clients qui leur demandent où leurs ordres individuels ont été acheminés. ».

5. La partie 6 de cette instruction générale est remplacée par la suivante :

« PARTIE 6 LA PROTECTION CONTRE LES TRANSACTIONS HORS COURS

6.1. La protection contre les transactions hors cours

1) En vertu du paragraphe 1 de l'article 6.1 du règlement, le marché doit établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions hors cours découlant d'ordres saisis sur le marché. Il peut s'acquitter de cette obligation de diverses façons. Par exemple, ses politiques et

procédures peuvent prévoir des algorithmes d'exécution qui empêchent raisonnablement ces transactions ou établir des liens directs avec d'autres marchés. Les marchés ne peuvent pas se décharger de leurs obligations en établissant des politiques et des procédures qui obligent les participants au marché à prendre des mesures raisonnables pour empêcher les transactions hors cours à leur place.

2) Il incombe aux marchés d'examiner et de contrôler régulièrement l'efficacité de leurs politiques et procédures ainsi que de prendre rapidement les mesures nécessaires pour corriger les lacunes dans la prévention des transactions hors cours et dans l'observation du paragraphe 2 de l'article 6.1 du règlement. On s'attend de manière générale à ce que les marchés conservent de l'information permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de leurs politiques et procédures.

3) Dans certains cas, le participant au marché devrait établir des politiques et procédures et consigner l'information pertinente pour retracer les décisions d'acheminement. Par exemple, s'il passe régulièrement des ordres de balayage intermarchés ou dispose d'une procédure d'acheminement des ordres en cas de panne des systèmes d'un marché, il devrait se doter de politiques et procédures qui indiquent le moment opportun pour utiliser ce type d'ordre ou décrivent les options d'acheminement. Si le participant au marché passe régulièrement des ordres de balayage intermarchés ou envoie un ordre à un marché qui éprouve des difficultés techniques, il devrait aussi consigner l'information pertinente pour que les autorités en valeurs mobilières puissent évaluer adéquatement la conformité à la partie 6 du règlement.

4) Dans les politiques et procédures prévues au paragraphe 1 de l'article 6.1 du règlement, le marché devrait traiter de sa fonctionnalité automatisée et indiquer la façon dont il traite les réponses tardives qui peuvent résulter d'une panne ou d'un mauvais fonctionnement du matériel ou des systèmes d'un autre marché.

5) La protection contre les transactions hors cours s'applique lorsque au moins deux marchés qui affichent des ordres protégés sont ouverts. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation pour les participants au marché qui sont évalués par rapport à un certain cours de clôture. En vertu du paragraphe *e* de l'article 6.2, ces marchés n'ont pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres affichés par un autre marché dans ces circonstances.

6.2. La liste des transactions hors cours

L'article 6.2 du règlement contient une liste de transactions hors cours « autorisées » qui sont principalement conçues pour rendre possible la protection contre les transactions hors cours ainsi que certaines stratégies de négociation et types d'ordres utiles aux investisseurs.

a) i) Le paragraphe *a* de l'article 6.2 du règlement s'applique lorsqu'il existe des motifs raisonnables de croire qu'un marché connaît une panne ou un mauvais fonctionnement de ses systèmes, ou encore un retard important (les « difficultés techniques »). Tout manquement répété d'un marché à répondre à un ordre dès sa réception constituerait un retard important. Cette disposition vise à laisser de la latitude aux marchés lorsqu'ils traitent avec un autre marché dont les systèmes connaissent des difficultés techniques (qu'elles puissent être résolues à brève échéance ou non).

ii) Il incombe au marché qui connaît des difficultés techniques d'en informer tous les autres marchés, ses participants et les fournisseurs de services de réglementation. Toutefois, s'il manque à plusieurs reprises de répondre immédiatement aux ordres reçus et ne diffuse aucun avis pour signaler ses difficultés techniques, le marché qui lui achemine un ordre ou le participant au marché qui a des motifs raisonnables de croire que le marché connaît des difficultés techniques peuvent se prévaloir du paragraphe *a* de l'article 6.2. En l'occurrence, ils doivent le faire conformément à des politiques et procédures établies pour composer avec les réponses tardives des marchés et documenter les motifs du recours à ce

paragraphe. Le marché qui achemine l'ordre ou le participant au marché ne peut plus se prévaloir de cette disposition si le marché confirme, en réponse à l'avis, qu'il ne connaît pas de difficultés techniques.

b) Les paragraphes *b* et *c* de l'article 6.2 du règlement partent du principe que tout marché exécute immédiatement tout ordre désigné comme ordre de balayage intermarchés. Le marché qui reçoit ce type d'ordre n'a pas à en retarder l'exécution pour garantir l'exécution d'ordres dotés de meilleurs cours sur d'autres marchés. Tout participant au marché peut envoyer un ordre de balayage intermarchés à un marché pour exécution.

c) Le paragraphe *d* de l'article 6.2 du règlement autorise une transaction hors cours si le marché affichant le meilleur cours qui a été contourné avait affiché, immédiatement avant l'exécution de la transaction, un ordre doté d'un cours égal ou inférieur. L'inclusion des « ordres oscillants » dans cette disposition procure un certain allègement, compte tenu de la vitesse des marchés.

d) Le paragraphe *e* de l'article 6.2 du règlement admet les ordres à cours calculé, les ordres non normalisés et les ordres au cours de clôture parce qu'ils présentent des caractéristiques particulières qui les distinguent des autres ordres. Ces caractéristiques concernent le cours (pour les ordres à cours calculé et les ordres au cours de clôture) et les conditions de règlement non normalisées (pour les ordres non normalisés) qui ne sont établies par aucune bourse ni aucun système de cotation et de déclaration d'opérations.

e) Le paragraphe *f* de l'article 6.2 du règlement autorise les opérations exécutées en cas de marché croisé pour un titre coté. Sans cette autorisation, aucun marché ne pourrait exécuter d'opérations dans ce cas parce qu'il s'agirait de transactions hors cours. Comme la protection contre les transaction hors cours ne s'applique qu'aux ordres ou tranches d'ordres affichés, les ordres cachés ou en réserve restent dans le registre après exécution de tous les ordres affichés, ce qui peut entraîner des marchés croisés. Quiconque réalise une opération croisée intentionnellement pour tirer avantage de cette disposition commet une infraction à l'article 6.5 du règlement.

6.3. Les marchés figés et croisés

En vertu de l'article 6.5 du règlement, aucun participant au marché ne peut intentionnellement figer ni croiser un marché en saisissant une offre d'achat à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée ou une offre de vente à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. Cet article vise les cas dans lesquels le participant au marché saisit un ordre pour figer ou croiser un marché ou l'ensemble du marché (par exemple pour profiter des rabais offerts par un marché au lieu d'exécuter son ordre contre des ordres existants). Il ne vise pas à interdire les ordres à cours limité négociables. Le paragraphe *f* de l'article 6.2 permet de débloquer les marchés croisés qui se produisent accidentellement.

6.4. Disposition anti-échappatoire

L'article 6.7 du règlement interdit à quiconque d'acheminer un ordre à une bourse, à un système de cotation et de déclaration d'opérations ou à un système de négociation parallèle qui n'exerce pas d'activité au Canada pour éviter de l'exécuter contre un ordre doté d'un meilleur cours sur un marché au Canada. Cet article vise à empêcher l'acheminement d'ordres à des marchés étrangers à la seule fin de contourner le régime canadien de protection contre les transactions hors cours. ».

6. L'article 7.3 de cette instruction générale est modifié par le remplacement des mots « au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM, *Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt*, et ses modifications » par les mots « à la Règle 2800 de l'OCRCVM, *Code de conduite à l'intention des sociétés courtiers membres de la société négociant sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt*, modifiée ».

7. L'article 7.4 de cette instruction générale est modifié par l'insertion, dans le texte français et après le mot « titres », des mots « d'emprunt ».

8. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 7.4, du suivant :

« 7.5. La coordination de la surveillance et des mesures d'application

1) En vertu de l'article 7.5 du règlement, les fournisseurs de services de réglementation, bourses reconnues et systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations doivent conclure une entente écrite pour coordonner la surveillance et les mesures d'application des règles prévues aux parties 7 et 8. La coordination peut notamment consister à charger le fournisseur de services de réglementation de surveiller la négociation sur tous les marchés qui l'ont engagé et de faire rapport à une bourse reconnue, à un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou à une autorité en valeurs mobilières si un marché ne respecte pas ses propres politiques et procédures. La surveillance comprend la synchronisation des horloges, l'utilisation de désignations, de symboles et d'identificateurs spécifiques ainsi que les obligations relatives à la piste de vérification. Si une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations a engagé un fournisseur de services de réglementation, l'entente de coordination prévue à l'article 7.5 du règlement devrait être prise en compte dans l'entente prévue à l'article 7.2 ou 7.4. La bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui n'a pas engagé de fournisseur de services de réglementation est quand même tenu d'assurer la coordination avec tout fournisseur de services de réglementation ainsi que les autres bourses et systèmes de cotation et de déclaration d'opérations sur lesquels les mêmes titres se négocient.

2) À l'heure actuelle, l'OCRCVM est le seul fournisseur de services de réglementation pour les titres cotés et les titres d'emprunt non cotés. Lorsque plusieurs fournisseurs de services de réglementation réglementent des marchés sur lesquels un certain type de titre se négocie, les fournisseurs doivent coordonner la surveillance et les mesures d'application des règles établies. ».

Draft Regulation

Securities Act

(R.S.Q., c.V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (32) and (34), and 331.2; 2007, c. 15; 2008, c. 7; 2008, c. 24)

Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, R.S.Q. c. V-1.1, the following Regulation, the text of which is published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 90 days have elapsed since their publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation.*

Draft amendments to the *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* are also published hereunder.

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing before January 15, 2009, to the following:

M^e Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Fax: (514) 864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Further information

Further information is available from:

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

October 17, 2008

Draft Regulation

Securities Act

(R.S.Q., c.V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (9.1), (15), (26), (32) and (34), and 331.2; 2007, c. 15; 2008, c. 7; 2008, c. 24)

Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, R.S.Q. c. V-1.1, the following Regulation, the text of which is published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 90 days have elapsed since their publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules.*

Draft amendments to the *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* are also published hereunder.

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing before **January 15, 2009**, to the following:

M^e Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Fax: (514) 864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Further information

Further information is available from:

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

October 17, 2008

Notice and Request for Comment

Proposed Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation

Proposed Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules

I. Introduction

The Canadian Securities Administrators (CSA or we) are publishing for comment proposed amendments (the Proposed Amendments) to *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101), *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) (together, the ATS Rules) and the related Policy Statements.

The key part of the Proposed Amendments deals with trade-through protection (Proposed Trade-through Protection Rule). It proposes a framework to require all visible, immediately accessible, better-priced limit orders to be filled before other limit orders at inferior prices, regardless of the marketplace where the order is entered. Other parts of the Proposed Amendments include proposals relating to clock synchronization, technology requirements for marketplaces, information processor requirements, and best execution reporting requirements.

II. Background

On July 22, 2005, the CSA published Discussion Paper 23-403 *Market Structure Developments and Trade-through Obligations* (2005 Discussion Paper).¹ The purpose of the Discussion Paper was to discuss evolving market developments and the consequential implications for the Canadian capital market, and in particular the obligation to avoid trade-throughs (trade-through obligation).

The 2005 Discussion Paper asked a number of questions to get feedback on what values and rules were important to Canadian market participants. Because of the importance of the issues relating to the trade-through obligation and their impact on the Canadian capital market, the CSA held a public forum on October 14, 2005 to permit all interested parties to participate in discussions relating to trade-through protection.²

The CSA received feedback on a number of issues identified in the 2005 Discussion Paper where there was often no clear majority opinion and the views on either side of a given issue were split. However, the majority of commenters stated that they believed that all visible orders at a better price should trade before inferior-priced orders.

On April 20, 2007, the CSA along with Market Regulation Services Inc. or RS (now the Investment Industry Regulatory Organization of Canada or IIROC) published the *Joint Notice on Trade-Through, Best Execution and Access to Marketplaces* (Joint Notice).³ The Joint Notice:

- outlined a proposal for a trade-through protection regime,
- proposed rule changes regarding access to marketplaces, and
- proposed rule changes regarding best execution.

The CSA published the amendments to best execution in their final form on June 20, 2008, and again on September 5, 2008, to be effective on September 12, 2008. We intend to re-examine the proposed rule amendments relating to direct market access and republish them for comment in 2009.

¹ See Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 29, 2005-07-22 for background.

² The transcript of the trade-through forum is published on the OSC website at: http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part2/rule_20051014_23-403_trade-through-forum.pdf.

³ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 4, n° 16, 2007-04-20.

The Proposed Trade-through Protection Rule that is being published along with this Notice is based largely on the proposal outlined in the Joint Notice and the responses of the commenters who, for the most part, expressed support for the initiative.

We received nineteen comment letters in response to the request for comments published in April 2007. We have considered the comments received and thank all commenters for their submissions. A list of those who submitted comments, as well as a summary of comments pertaining to the trade-through proposal and our responses, are attached as Appendix A to this Notice.

For the CSA's cost-benefit analysis of the proposed amendments, please see "Cost Benefit Analysis – Proposed Amendments to National Instrument 21-101 *Marketplace Operation* and National Instrument 23-101 *Trading Rules*" (CBA).

III. Trade-through Protection

1. What is Trade-through Protection?

Trade-through protection ensures that all immediately accessible, visible, better-priced limit orders are executed prior to inferior-priced limit orders. Commenters generally agreed that the obligation not to "trade-through" (i.e. bypass better-priced limit orders in favour of inferior-priced limit orders) is an obligation owed by all marketplace participants to the market as a whole. Unlike the obligation for best execution, the obligation not to trade-through is not a fiduciary duty and cannot be waived.⁴ It is proposed that trade-through protection would apply whenever two or more marketplaces with displayed protected orders are open for trading.

2. Why is Trade-through Protection Important?

Trade-through protection is considered to be important to maintain investor confidence and fairness in the market, especially where there is a high degree of retail participation and a historical expectation of trade-through protection. Without it, it can be argued that there may not be sufficient incentive to contribute to the price discovery process because investors who disclose their intentions will not be assured of the benefit of having their better-priced orders filled while others will be able to use that information to help in determining the prices at which they transact. This confidence encourages more liquidity in the market and a more efficient price discovery process.

3. The Current Regulatory Regime

Currently in Canada, trade-through protection is addressed as part of the best price obligation imposed by IIROC in its Universal Market Integrity Rules (UMIR), Rule 5.2 *Best Price Obligation* (UMIR Best Price Rule). The rule imposes a requirement on dealers that trade on marketplaces that have retained IIROC to use reasonable efforts to obtain the best price available. There are a number of exemptions available and the factors to be considered in determining if reasonable efforts have been used are broadly outlined.⁵

In the past, no issues arose under the UMIR Best Price Rule because:

- there had not been multiple marketplaces trading the same securities in Canada,
- the technology systems of marketplaces enforced the "best price" or trade-through obligation, and
- only dealers had direct access to the existing marketplaces.

The existence of multiple marketplaces trading the same security has refocused attention on the current rules relating to trade-through protection.

⁴ For a discussion about trade-through and best execution please see Part III 4(f) of this Notice.

⁵ See UMIR Rule 5.2 *Best Price Obligation* and the related policy.

The UMIR Best Price Rule currently applies only to dealers, which results in different requirements for dealers and non-dealers who are subscribers of ATSS. In addition, the rule as it exists does not provide the necessary infrastructure to effectively prevent trade-throughs. For example, it does not provide for an inter-market sweep order that would allow marketplace participants to simultaneously route orders to various marketplaces.

When multiple marketplaces began trading TSX-listed securities, the dealers in Canada had difficulty complying with the UMIR Best Price Rule. Technology was not yet at a point where dealers could monitor multiple marketplaces and effectively route orders to where the best price was displayed. In addition, order data was not consolidated. In response, RS at the time, proposed an approach whereby the factors to be considered in determining if a dealer used "reasonable efforts" to obtain the best price were broadened. RS introduced an immediate implementation rule, effective on May 16, 2008⁶, that broadened these factors to include:

- whether the dealer has used an order router offered by it or a marketplace,
- whether the dealer relies on another dealer to route its orders,
- the timing of the launch of the marketplace,
- whether the marketplace has had a material malfunction or interruption of services,
- whether the data being transmitted by the marketplace is easily and readily used by dealers, and
- whether the marketplace executes an inordinate proportion of orders at an inferior price or there is no fill at all.

Under the UMIR Best Price Rule, dealers are required to introduce and comply with policies and procedures outlining how they will meet their best price obligations. It was intended that this solution be an interim solution until the CSA developed and implemented a trade-through protection rule. In the coming weeks, IIROC will publish its proposed amendments to the UMIR Best Price Rule in response to the CSA's proposal of a trade-through protection rule.

4. The Proposed Trade-through Protection Rule

At this time, the CSA are proposing to amend the ATS Rules to create a full depth-of-book trade-through obligation on marketplaces. We have considered the comment letters received in response to the Joint Notice and the 2005 Discussion Paper and have also reviewed international developments in the area of trade-through. Particularly, we have looked at the Order Protection Rule in Regulation NMS developed by the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) and its implementation, and have examined the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) in Europe.

(a) Key Aspects of the Proposed Trade-through Protection Rule

(i) Marketplace Obligation

The Proposed Trade-through Protection Rule would require each marketplace to establish, maintain and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs on that marketplace. Marketplaces would be required to regularly review and monitor the effectiveness of these policies and procedures and act promptly to remedy any identified deficiencies. The purpose of this approach is to require marketplaces to eliminate trade-throughs that can reasonably be prevented, but also provide them with flexibility about how to do so. Marketplaces may choose how to implement the obligation in various ways including, for example, voluntarily establishing direct linkages to other marketplaces, or designing specific trade execution algorithms. However,

⁶ The UMIR Best Price Rule was published for comment on May 16, 2008, MIN 2008-009.

marketplaces would not be able to avoid their obligations by establishing policies and procedures that instead require marketplace participants to take steps to reasonably prevent trade-throughs.

Question 1: Should marketplaces be permitted to pass on the trade-through protection obligation to their marketplace participants? If so, in what circumstances? Please provide comment on the practical implications if this were permitted.

Marketplaces would be required to provide their policies and procedures, and any amendments thereto, to the securities regulatory authority and their regulation services provider 45 days prior to implementation. It is expected that marketplaces would also maintain relevant information so that the effectiveness of its policies and procedures could be adequately evaluated by regulatory authorities.⁷

Placing the obligation on marketplaces was supported by a majority of the commenters to the 2005 Discussion Paper and the Joint Notice.

(ii) Protected Orders

Trade-through protection would only be applicable to certain orders (“protected orders”). A protected order would be defined as a “protected bid or protected offer.” A “protected bid” or “protected offer” would be an order to buy or sell an exchange-traded security, other than a derivative, that is displayed on a marketplace with automated functionality and about which information is provided to an information processor or information vendor.⁸ The CSA do not consider special terms orders that are not immediately executable or that trade in a special terms book, such as all-or-none, minimum fill, or cash or delayed delivery, to be orders that are protected.⁹ However, those executing against these types of orders are required to execute against all better-priced orders first. A marketplace that is considered to have “automated functionality” would have the ability to immediately and automatically:

- permit an incoming order entered on the marketplace electronically to be marked as fill-or-kill,
- execute a fill-or-kill order,
- cancel unexecuted portions of that order,
- transmit a response to the sender indicating the action taken, and
- display information that updates the displayed order.¹⁰

A marketplace would also be required to have policies and procedures relating to the handling and display of these orders (to be included in their policies and procedures required under section 6.1 of the Regulation) and would be required to immediately inform all regulation services providers and other marketplaces when it experiences a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment.¹¹

(iii) Full Depth-of-book

The Proposed Trade-through Protection Rule would be applicable to all visible parts of orders entered into the book (i.e. full depth-of-book). This means that in order to execute an order at an inferior price, the marketplace would have to ensure that all protected orders that are visible at price levels better than that price have been executed. This approach is different from the one adopted in Regulation NMS in the United States, which provides protection only to the best bid and offer on each marketplace (top-of-book). In the 2005 Discussion Paper and the Joint Notice, commenters were asked for their views on whether to impose the obligation only at the top-of-book. The majority of commenters responded by

⁷ Proposed section 6.1 of Regulation 23-101.

⁸ Proposed definition in section 1.1 of Regulation 23-101.

⁹ See subsection 5.1(3) of Policy Statement 21-101.

¹⁰ Proposed amendment to section 1.1 of Regulation 23-101.

¹¹ Proposed section 6.4 of Regulation 23-101.

supporting trade-through protection that would apply to all visible orders regardless of where they are in the book, which is consistent with the current UMIR Best Price Rule.

(iv) *Visible Orders*

The Proposed Trade-through Protection Rule would only apply to orders or parts of orders that are visible. In other words, the orders would have to be displayed by the marketplace and information about them would have to have been provided to an information processor or information vendor.

In addition, hidden orders or those parts of iceberg orders that are not visible would not be protected. Currently, the manner by which “dark” portions of orders in an otherwise transparent order book would be avoided is by using the “bypass” marker introduced by IIROC.¹² The bypass marker signals to the marketplace that the order routed to the marketplace should not execute against any hidden liquidity. It is intended that this marker will evolve into the marker used for an inter-market sweep order discussed below.

(b) *“Permitted” Trade-throughs*

The overall purpose of trade-through protection is to promote confidence and fairness in the marketplace where the visible portions of better-priced limit orders trade ahead of inferior-priced orders. It is important to acknowledge, however, that the issues relating to preventing all trade-throughs in a multiple marketplace environment have become highly complex, particularly with the advent of new types of orders and other developments in market structure in Canada.

As a result, we have proposed a number of circumstances where trade-throughs would be permitted.¹³ These “permitted” trade-throughs or “exceptions” are primarily designed to achieve workable inter-market trade-through protection while facilitating the use of trading strategies and order types that are useful to investors. They are intended to promote fairness, innovation and competition.

Although trade-through protection is an obligation owed by all marketplace participants to the market as a whole, in certain circumstances, the marketplace can trade through better-priced orders on other marketplaces where a marketplace participant has taken certain action (for example, routing an inter-market sweep order). In these circumstances, it is important that marketplace participants create policies and procedures that will reasonably prevent trade-throughs and maintain relevant information so that the effectiveness of section 6.1 of Regulation 23-101 can be adequately evaluated by regulatory authorities.¹⁴

(i) *Failure, Malfunction or Material Delay of Systems or Equipment*

We are proposing an exception for any failure or malfunction of a marketplace’s systems as well as any material delay (systems issues).¹⁵ If a marketplace repeatedly fails to respond immediately after receipt of an order, under the Proposed Trade-through Protection Rule, this would constitute a material delay. This is intended to provide marketplaces with flexibility when dealing with another marketplace that is experiencing a systems problem (either of a temporary nature or a longer term issue). The marketplace that is experiencing the failure, malfunction, or delay is responsible for informing all other marketplaces, its marketplace participants, and any regulation services providers when the failure, malfunction or delay occurs. However, if a marketplace fails repeatedly to provide an immediate response to orders received and no notification has been issued by the marketplace that may be experiencing systems issues, a routing marketplace or a marketplace participant may rely on paragraph 6.2(a) of Regulation 23-101, in accordance

¹² Market Integrity Notice 2008-008 approving amendment to UMIR regarding “Provisions Respecting Off Marketplace Transactions” was published on May 16, 2008.

¹³ The list of “permitted” trade-throughs is set out in proposed section 6.2 of Regulation 23-101.

¹⁴ Proposed subsection 6.1(3) of Policy Statement 23-101.

¹⁵ Proposed paragraph 6.2(a) of Regulation 23-101.

with its policies and procedures that outline processes for dealing with these systems issues. The marketplace or marketplace participant must immediately notify the marketplace that may be having systems issues, its own marketplace participants (where applicable) and all regulation services providers. This notification will enable the marketplace that may be experiencing systems issues to assess whether it is in fact experiencing systems issues.

Question 2: What length of time should be considered an “immediate” response by a marketplace to a received order?

(ii) Inter-market Sweep Order

We are proposing an exception to allow the execution of inter-market sweep orders. An inter-market sweep order (ISO) is an order that is marked to inform the receiving marketplace that it can be immediately executed without delay or regard to any other better-priced orders displayed by another marketplace.¹⁶ It may be marked “ISO” by a marketplace or a marketplace participant. The definition allows for simultaneous routing of more than one ISO in order to execute against protected orders. In addition, marketplace participants may send a single ISO to execute against the best protected bid or best protected offer. An ISO may enable participants to execute large block orders, provided that they simultaneously route one or more ISO’s to execute against better-priced orders. This would facilitate compliance with the trade-through obligation.

(iii) Flickering Orders

With the growth of algorithmic and computer-generated trading, there has been a substantial increase in the number of short term orders generated (often generated and cancelled within seconds) for every trade executed. This has subsequently increased the number of times a better-priced order may be displayed. Given the speed with which orders change, there may be technical occurrences of trade-throughs, even though all reasonable precautions were taken and there was a legitimate attempt to execute a trade at the best available price. As a result, we are allowing for a transaction that occurs when the marketplace displaying the best price that was traded through had displayed, immediately prior to execution of a trade that resulted in a trade-through, an order with a price that was equal or inferior to the price of the trade-through transaction.¹⁷

(iv) Non-Standard Orders

Non-standard orders have been included on the list of “permitted” trade-throughs. A non-standard order refers to an order for the purchase or sale of a security that is subject to non-standard terms or conditions relating to settlement that have not been set by the marketplace on which the security is listed or quoted.¹⁸ A marketplace participant, however, may not add a special settlement term or condition to an order solely for the purpose that the order becomes a non-standard order so that it qualifies for an exception from the Proposed Trade-through Protection Rule.

(v) Calculated Price Order

We are proposing to include an exception for orders where the price is not known at the time of order entry and is to be calculated based on, but will not necessarily be equal to, the price of the security at the time of execution.¹⁹ Orders that would be included under this definition are:

- call market orders – where the price of a trade is calculated by the trading system of a marketplace at a time designated by the marketplace,

¹⁶ Proposed paragraphs 6.2(b) and (c) of Regulation 23-101.

¹⁷ Proposed paragraph 6.2(d) of Regulation 23-101.

¹⁸ Proposed subparagraph 6.2(e)(i) of Regulation 23-101.

¹⁹ Proposed subparagraph 6.2 (e)(ii) of Regulation 23-101.

- volume-weighted average price orders – where the price of a trade is determined by a formula that measures a weighted average price on one or more marketplaces,
- opening orders – where each marketplace may establish its own formula for the determination of opening prices,
- closing orders – where execution occurs at the closing price on a particular marketplace, but at the time of order entry, the price is not known, and
- basis orders – an order that must be approved by a regulation services provider to ensure that the price of the order is based on one or more derivative transactions executed in conjunction with securities where the securities transaction comprises at least 80% of the underlying interest of the derivative instruments.²⁰

(vi) *Closing Price Order*

We are proposing to also include an exception for an order entered on a marketplace for the purchase or sale of an exchange-traded security that would execute at the established closing price on that marketplace for that trading day for that security.²¹ Some marketplaces provide an after-hours trading session at a price established by that marketplace during its regular hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. Therefore, we propose to allow for trade-throughs resulting from the execution of transactions in these circumstances so that a better-priced order on another marketplace would not need to be accessed.

(vii) *Crossed Market*

We are proposing an exception for a transaction that occurred where the transaction that constituted the trade-through was executed at a time when the best protected bid was higher than the best protected offer (crossed market).²² Without this exception, no marketplace could execute transactions in a crossed market because it would constitute a trade-through. The CSA recognize that crossed markets may occur as a result of trade-through protection only applying to displayed orders or parts of orders, and not to hidden or reserve orders. Intentionally crossing the market to take advantage of this exception would be a violation of proposed section 6.5 of Regulation 23-101.

Question 3: Are any additional exceptions necessary?

(c) *Access to Marketplaces*

The Joint Notice asked a number of questions on the issue of access, including:

- whether there should be a threshold that would require ATSS to permit access to all groups of marketplace participants, and
- whether specialized marketplaces should not prohibit access to non-members/subscribers or should provide direct order access to non-members/subscribers if members/subscribers do not provide this service.

Many commenters were supportive of a threshold that would require marketplaces to provide access. Rather than setting a threshold for ATSS to permit access to all marketplace participants, we have proposed amendments to Policy Statement 21-101 to enhance the fair access provisions in Regulation 21-101.²³ These provisions require marketplaces to provide fair access to all of their services. As well, marketplaces should permit fair and efficient access to their services for the purpose of complying with the proposed trade-through requirements. At this time, we think that the provisions relating to fair access and the proposed amendments to Policy Statement 21-101 are sufficient to address fair access to a marketplace whether directly or indirectly. We will continue to monitor this issue.

²⁰ Proposed section 2.3 of Policy Statement 23-101.

²¹ Proposed subparagraph 6.2(e)(iii) of Regulation 23-101.

²² Proposed paragraph 6.2(f) of Regulation 23-101.

²³ Proposed amendments to sections 7.1 and 8.2 of Policy Statement 21-101.

With respect to issues relating to access to marketplaces by non-members/subscribers to a marketplace, we do not believe that a marketplace should be required to provide direct access to non-members/subscribers. It would be left to the marketplaces to determine how best to meet their trade-through obligations. We intend to further discuss access issues with the industry implementation committee (described below).

Question 4: Please comment on the various alternatives available to a marketplace to route orders to another marketplace.

(d) Trading Fee Limitation

In the Joint Notice, we considered whether there should be a specified limit that a marketplace could charge for trade-through purposes. A number of commenters expressed concern about proposing a specified trading fee limit imposed on a trade-by-trade basis. They preferred a principle-based approach that would require marketplaces to set reasonable trading fees.

The CSA think it is important to prevent marketplaces from raising their fees substantially to try to take advantage of the trade-through protection regime. Consequently, we are proposing a rule that would prohibit a marketplace from imposing (i) a fee charged for the execution of an order to comply with the trade-through requirement that is equal to or greater than the minimum price increment that is described in IROC Universal Market Integrity Rule 6.1, as amended, or (ii) terms that have the effect of discriminating between orders that are routed to that marketplace to prevent trade-throughs and orders that originate on that marketplace.

Question 5: Should the CSA set an upper limit on fees that can be charged to access an order for trade-through purposes? If so, is it appropriate to reference the minimum price increment described in IROC Universal Market Integrity Rule 6.1 as this limit?

(e) Locked and Crossed Markets

A “locked market” occurs when there are multiple marketplaces trading the same security and a bid (offer) on one marketplace is at an identical price level to an offer (bid) on another marketplace. Had both orders been entered onto the same marketplace the bid and the offer would have matched and a trade would have been executed. In a locked market situation, there are two ways to unlock the markets:

- typically, more buyers and sellers appear resulting in subsequent trades and immediate correction; or
- one of the participants involved in the lock removes their order and places the order on another marketplace to immediately execute the trade.

A “crossed market” occurs when one participant’s bid (offer) on one marketplace is higher (lower) than another participant’s offer (bid) on a different marketplace. A crossed market condition between marketplaces usually does not last for a long period of time as someone will usually take advantage of the arbitrage opportunity.

Proposed section 6.5 of Regulation 23-101 prohibits a marketplace participant from intentionally locking or crossing a market by entering a bid at a price that is the same as or higher than the best protected offer or entering an offer at a price that is the same as or lower than the best protected bid. This section is meant to capture the situation where a marketplace participant enters an order intentionally to lock or cross a particular marketplace or the market as a whole. It is not intended to prohibit the use of marketable limit orders. An exception from the Proposed Trade-through Protection Rule has been

provided to allow for the resolution of crossed markets that occur unintentionally. An exception is not necessary to resolve locked markets.

Question 6: Should there be a prohibition against intentionally creating a “locked market”?

(f) Trade-through and Best Execution

There has long been debate about the interplay between the obligations of best execution and “best price” or trade-through protection. In addition, there is some concern that trade-through and best execution obligations may conflict. This section addresses these issues.

The rationale for a dealer’s best execution obligation and the obligation to prevent trade-throughs is different. The obligation of best execution that a dealer or adviser has to its client is based on the common law fiduciary duty and the loyalty obligation under the civil law regime, which can be found in securities laws and UMIR. As discussed above, trade-through protection is based on the obligation of a participant to the market as a whole. It is grounded in the desire to protect visible and accessible limit orders and to ensure that those who decide to display the prices they are willing to pay or receive for a particular security will obtain the benefit of that decision. The requirement to achieve best execution can be waived or overwritten by direction of a client, however the trade-through obligation would always have to be met except in the specific circumstances outlined in Part III 4(b) above.

Having a trade-through obligation does not diminish the obligation to achieve best execution, including having policies and procedures to look at data from multiple marketplaces to determine whether or not to access to those marketplaces. The decision of how and where to trade (best execution) is determined by the particulars of the order and needs of the client. However, all better-priced orders must be honoured at the time of execution (trade-through obligation).

The Proposed Trade-through Protection Rule does not propose to address trading on foreign markets. However, we reiterate that marketplace participants should consider foreign markets when addressing best execution. We have also included an anti-avoidance provision that prohibits a person from routing orders to foreign marketplaces only for the purpose of avoiding the trade-through protection regime in Canada.²⁴

There may be some additional costs associated with trading on multiple marketplaces and dealers may determine to take on those costs or pass them onto their clients as part of their commissions. These commissions are part of the factors considered in obtaining best execution. We think that these costs are balanced against the need to protect displayed limit orders and the need to ensure that the risks taken by those that display those limit orders are rewarded.

(g) Other Jurisdictions

(i) U.S. Approach

On April 6, 2005, the SEC implemented the Order Protection Rule in Regulation NMS.²⁵ It requires trading centers to establish, maintain, and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs, and, if relying on one of the exceptions, these policies and procedures must be reasonably designed to assure compliance with the exception. To be protected, a quotation must be immediately and automatically accessible. Trade-through protection will apply to the best bid and offer from every type of participant on all marketplaces. One of the impacts of this order protection is increased linkages between trading centers. Regulation NMS includes a number of

²⁴ Proposed section 6.7 of Regulation 23-101.

²⁵ “SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940”, online: U.S. Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/news/press/2005-48.htm> on July 15, 2008.

exceptions from “order protection” obligations, such as exemptions for opening or closing orders, crossed markets, benchmark orders where the material terms are not known, inter-market sweep orders, delays in responses caused by systems problems, and flickering quotes.

(ii) European developments

The European Union (EU) implemented MiFID on November 1, 2007 to replace the existing Investment Services Directive as part of its Financial Services Action Plan designed to create a single market in financial services for EU member states.²⁶ MiFID does not impose a trade-through obligation that prohibits the by-passing of better priced quotes when executing transactions. Instead, MiFID introduces a best execution standard that requires firms to take “all reasonable steps to obtain the best possible result” for their clients, taking into consideration not only execution price, but also the cost, speed, size and nature of the order, the likelihood of execution and settlement when trading and any other factors deemed relevant to the execution of the order.

(h) Next Steps

Upon the publication of this Notice and the Proposed Amendments, we will establish an industry committee to discuss the implementation issues relating to the introduction of the Proposed Trade-through Protection Rule. The role of the committee will be to raise operational issues associated with implementing this rule and develop recommendations to be considered by the CSA and where appropriate, IIROC. The committee will be chaired by an industry representative and facilitated by the Investment Industry Association of Canada. It will be an open committee, made up of interested parties representing marketplaces, dealers, and buy-side investors.

If you are interested in participating on the committee, please send an e-mail to: marketregulation@osc.gov.on.ca.

IV. Additional Amendments

Along with the Proposed Trade-through Protection Rule, we are also proposing some additional amendments to Regulation 21-101 and Regulation 23-101.

1. Reporting Requirements for Marketplaces and Dealers

In April 2007, we proposed reporting requirements for marketplaces and dealers that would require:

- a marketplace to report certain information on a monthly basis, including: number of orders, number of trades, and speed of execution, and
- a dealer to report certain information on a quarterly basis: percentage of orders executed at a location determined by the dealer, identity of marketplaces and percentage of orders routed to each marketplace, and disclosure of any material arrangements with a marketplace.

The comments that we received on the proposed requirements published in April 2007 were generally mixed. There was some feedback on specific aspects of the reporting requirements, such as spread-based statistics and securities traded on only one marketplace. A summary of the comments received on the best execution reporting requirements and our responses is included in Appendix A of this Notice.

When finalizing the best execution amendments in June 2008, the CSA decided to postpone the implementation of the proposed best execution reporting requirements for marketplaces and dealers due to intervening market developments. However, we are of the

²⁶ “Markets in Financial Instruments Directive – Background Information”, online: Financial Services Authority, <http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/international/pdf/MiFID.pdf> on July 8, 2008.

view that it is appropriate to republish them for comment with this package of amendments. A cost-benefit analysis of the implementation of reporting requirements for marketplaces and dealers was published with the Joint Notice.

The CSA continue to be of the view that this information is important to provide tools for assessing and complying with the best execution obligation. With respect to the proposed marketplace reporting requirement, we think this information would be useful for a dealer or adviser to assess best execution based on marketplace quality (for example, speed and certainty of execution). For the proposed dealer reporting, we think the reports would provide useful information to clients about order execution.

We have made a number of changes to the best execution reporting requirements from when they were published in April 2007, based on the comments received to further streamline the requirements. Specifically, we have removed the requirement for dealers to provide the percentage of total client orders and percentages that were market orders, limit orders and other order types as part of their report. In addition, we are proposing that marketplaces report by security only and not also by order type.

As the CSA understand that technology changes will be necessary to comply with these requirements, we are proposing that there would be a six month transition period after the regulation becomes effective.

We have set out below some questions on which we are specifically requesting feedback.

Question 7: Should the marketplace statistics focus on units of securities traded instead of orders and number of trades?

Question 8: Should the marketplace statistics require separate reporting on specific order types that would include market orders, intentional crosses, and pre-arranged trades?

Question 9: Should the focus of the liquidity measures be the number of orders or the cumulative number of shares?

Question 10: Would it be useful to have information about partially or fully hidden liquidity that is available on certain marketplaces? If so, what measures of that liquidity would be most informative?

Question 11: Would it be useful to include reporting similar to the near-the-quote orders required by the SEC in the United States?²⁷ What price increment away from the quote would be appropriate to use for the Canadian market?

Question 12: Are statistics regarding average realized and effective spreads useful without a consolidated best bid and offer?

Question 13: Are the time frames used to assess speed and certainty of execution on a marketplace in section 11.1.1 of Regulation 21-101 appropriate? If not, what time frames should be used?

Question 14: In addition to the proposed reporting requirements for marketplaces, would other information, such as the following, be useful to dealers or advisors to assess best execution:

(a) a breakdown of the information by order size (i.e. 100-499 shares, 500-1999 shares, 2000-4999 shares, 5000 or more);

²⁷ A “near-the-quote order” is defined by the SEC as non-marketable buy orders with limit prices that are lower by \$0.10 or less than the consolidated best bid at the time of order receipt, and non-marketable sell orders with limit prices that are higher by \$0.10 or less than the consolidated best offer at the time of order receipt.

(b) the proportion of time that a marketplace had orders that were at the best bid or the best ask;

(c) the proportion of trades (in number of shares or number of trades based on our decision) executed inside the best bid and ask price?

2. Marketplace Systems

A number of changes are proposed to the systems requirements for a marketplace in Part 12 of Regulation 21-101. Most update the technical descriptions of the requirements and modify the requirements to better reflect what is taking place in practice.

Currently, Part 12 of Regulation 21-101 requires a marketplace to address specific issues related to capacity management, system development and testing, system vulnerabilities and business continuity. The defined scope of the annual independent systems review (ISR) is to provide assurance on these same issues. The proposed amendments broaden the requirement for a marketplace to develop and maintain and, for an independent review, assess the more comprehensive and integrated concept of a system of internal control.

Currently, Regulation 21-101 provides for an exemption from the independent review of an ATS that is below a certain trading volume threshold. The proposed amendments remove this threshold. ATSs will now be required to perform an ISR in accordance with established audit standards, unless granted an exemption under Part 15 of Regulation 21-101.

3. Transparency

Amendments are being proposed to Parts 9 and 10 of Policy Statement 21-101 for the purposes of clarifying the requirements under sections 7.1, 7.2, 8.1 and 8.2 of Regulation 21-101 for marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers to provide accurate and timely order and trade information to an information processor, or to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider.

4. Information Processor Requirements and Systems

The CSA are continuing to work toward the selection of an information processor based on the applications received (for equity and debt securities). A summary of these applications was published with the Joint Notice as CSA Staff Notice 21-306. We note that on July 14, 2008, the Bourse de Montréal withdrew its application to be the information processor for debt and equity securities.

It is our view that the information processor for equity securities should disseminate a full depth-of-book market-by-price data feed and consolidated trade information for all marketplaces trading equity securities.

Question 15: Do you agree that an information processor should disseminate consolidated trade information along with a feed that contains the best bid and best offer and all orders at all price levels (along with the marketplace identifier/marker)? For practical reasons, should the price levels be limited? If so, to how many levels?

We are proposing some amendments to Part 16 of Policy Statement 21-101 to clarify the requirements under subsections 14.4(2) and (5) of Regulation 21-101 regarding certain obligations that an information processor has towards its users and providers of order and trade information, in relation to the collection, processing, distribution and publication of that information. In addition, we have proposed changes to the systems requirements applicable to an information processor that are outlined in Part 14 of Regulation 21-101. The changes mirror those described above for a marketplace. However,

an information processor will be required to conduct an annual independent systems review, unless an exemption is sought and granted.

5. Amendments to Sections 7.2, 7.4, and 8.3 of Regulation 23-101 - Agreement Between a Marketplace and a Regulation Services Provider

We have amended subsections 7.2(c), 7.4(c), and 8.3(d) to require that the agreement between a regulation services provider and a marketplace mandates that the marketplace provide the regulation services provider with the information that the regulation services provider considers necessary for the regulation services provider to effectively monitor the conduct of marketplace participants and if applicable, the marketplace. This amendment in no way changes the existing relationship between an exchange or quotation and trade reporting system and the regulation services provider that it has retained. Instead, it clarifies our expectations that the regulation services provider will be provided with the information it needs to effectively monitor trading on multiple marketplaces and to ensure that certain standards, such as clock synchronization, and use of markers, are uniformly met by all marketplaces that the regulation services provider surveils.

V. Authority for the Proposed Amendments

In those jurisdictions in which the amendments to the ATS Rules are to be adopted, the securities legislation provides the securities regulatory authority with rule-making or regulation-making authority in respect of the subject matter of the amendments.

VI. Comments and Questions

We invite all interested parties to make written submissions on the Proposed Amendments. We will consider submissions received by January 15, 2009. If you do not submit your comments by email, provide a diskette containing the submissions in Microsoft Word format.

Please address your comments to all of the CSA member commissions, as follows:

Alberta Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 British Columbia Securities Commission
 Manitoba Securities Commission
 New Brunswick Securities Commission
 Nova Scotia Securities Commission
 Registrar of Securities, Department of Justice, Northwest Territories
 Registrar of Securities, Government of Yukon Territory
 Registrar of Securities, Legal Registries Division, Department of Justice, Nunavut
 Registrar of Securities, Prince Edward Island
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Superintendent of Securities, Newfoundland and Labrador
 Ontario Securities Commission

c/o Me Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal, Québec H4Z 1G3
 e-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

and

John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8
e-mail: jstevenson@osc.gov.on.ca

We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires that a summary of the written comments received during the comment period be published.

Questions may be referred to any of:

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 ext.4358

Sonali GuptaBhaya
Ontario Securities Commission
416-593-2331

Tracey Stern
Ontario Securities Commission
416-593-8167

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819

Susan Greenglass
Ontario Securities Commission
416-593-8140

Matthew Thompson
Ontario Securities Commission
416-593-8223

Doug Brown
Manitoba Securities Commission
204-945-0605

Mark Wang
British Columbia Securities
Commission
604-899-6658

Cassie Scanlan
British Columbia Securities
Commission
604-899-6766

Appendix A

Summary of Public Comments on Proposed Amendments to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and Regulation 23-101 respecting Trading Rules Regarding the Trade-Through Proposal and Canadian Securities Administrators Responses

General Comments

Framework for Trade-Through Proposal

General support was expressed by a number of commenters for the proposal that responsibility for trade-through protection should lie with marketplaces.

Two commenters did not favour a trade-through rule. One of these commenters stated that it did not believe a trade-through rule was necessary, particularly for institutional orders.

A couple of commenters urged Canadian regulators to implement a consistent system with that of the U.S.

Finally, another commenter remarked that marketplaces must be responsible for ensuring accessibility on a consistent and reliable basis prior to launch involving the dealers, the marketplaces and the vendors. This commenter further stated that since the Canadian marketplace relies on third party vendor technology for access to marketplaces and post-trade processing, coordinated and successful industry-wide testing is a critical success factor to the introduction of new marketplaces in Canada.

The Canadian Securities Administrators (CSA or we) believe that a trade-through protection rule will help in maintaining investor confidence and fairness in our markets. In addition, imposing the obligation on marketplaces would allow flexibility in determining how to best implement the trade-through protection rule.

Where appropriate, the CSA have endeavoured to make the proposed trade-through protection regime consistent with the system used in the U.S.

We have updated existing provisions to require a marketplace to publicly make available its technology requirements in their final form for at least three months immediately prior to operations and to provide public testing facilities for interfacing with or accessing the marketplace for at least two months immediately prior to operations. However, industry-wide testing is not being proposed at this time.

<p>obligation on marketplace participants to address trade execution on a foreign market.</p>	<p><i>priced orders displayed on a foreign market. However, we note that currently, best execution would require marketplace participants to consider foreign markets when executing a trade. We have also proposed an anti-avoidance provision (section 6.7 of Regulation 23-101) to prevent the routing of orders to foreign marketplaces only for the purpose of avoiding the trade-through regime in Canada.</i></p>
<p>Question 2: What factors should we consider in developing our cost-benefit analysis for the trade-through proposal?</p>	
<p><i>Comments</i></p>	<p><i>CSA Responses</i></p>
<p>Commenters recommended the following factors should be considered when developing a cost-benefit analysis for the trade-through proposal:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Total cost to the marketplace of imposing trade-through obligations on various marketplace participants; • Total industry costs; • Access fees, settlement and clearing fees, cost of surveillance and monitoring of trading on each marketplace; • Costs of a system that is inconsistent with the U.S.; • Benefits of maintaining strict trade-through protection; • Net measurement of the benefit to the client; • Aggregate cost to the industry rather than on a dealer by dealer basis; • Cost of surveillance and monitoring within the dealers' compliance units; • Regulatory costs of the market regulator(s); • Impact of latency – missed opportunities, information leakage and high transaction and clearing costs if orders must travel to many destinations before they are filled; and • Look at the cost-benefits for trade-through on a portfolio or multiple order basis in addition to a single stock basis. <p>One commenter stated that it is important to view all of the limit orders at the bid or</p>	<p><i>The CSA thank all commenters for their input. We are publishing a cost-benefit analysis which examines the anticipated incremental impact of the proposed amendments. The comments received have, where appropriate, informed that analysis. For example the current participant level obligation, removing current requirements and applying the trade-through obligation at the marketplace level were considered in the CBA.</i></p>

ask in the aggregate in order and to consider the contribution made by retail orders.	
Question 3: Would you like to participate in the cost-benefit analysis by providing your input?	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
Seven commenters expressed an interest in providing input into the cost-benefit analysis.	<i>The CSA thank these commenters for their interest in participating in the cost-benefit analysis. We are publishing a cost-benefit analysis along with the proposed amendments and invite all interested parties to provide comments and estimates of the anticipated costs and benefits of the proposal. We will be considering conducting targeted consultation in the future.</i>
Question 4: Should trade-through protection apply only during “regular trading hours”? If so, what is the appropriate definition of “regular trading hours”?	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>Ten commenters believe that trade-through protection should only apply during “regular trading hours”. Many of these commenters suggested that 9:30 a.m. to 4 p.m. ET should be the appropriate definition of “regular trading hours”.</p> <p>Some commenters did not believe that trade-through protection should be limited to a portion of a trading day.</p> <p>A few of these commenters cited that trade-through protection should apply when two or more marketplaces are open simultaneously however trade-throughs of marketplaces that are closed should be allowed.</p> <p>Some reasons cited for this stance included:</p>	<i>The CSA are of the view that trade-through protection should apply across markets whenever two or more marketplaces with displayed protected orders are open for trading. Consequently, we have not defined “regular trading hours” but have provided some guidance in Policy Statement 23-101.</i>

<ul style="list-style-type: none"> • Applying trade-through protection at all times would prevent liquidity to migrate to hours when trade-through obligations do not apply; and • Will avoid the confusion that may arise from different interpretations of “regular trading hours”. 	
Question 5: Should the consolidated feed (and, by extension, trade-through obligations) be limited to the top five levels? Would another number of levels (for example, top-of-book) be more appropriate for trade-through purposes? What is the impact of the absence of an information processor to provide centralized order and trade information?	
<p style="text-align: center;"><i>Comments</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>CSA Responses</i></p>
<p>Most commenters believe that that all visible, better-priced orders should be protected and that the trade-through obligation should extend through the whole depth-of-book.</p> <p>One commenter remarked that trade-through protection for the top five levels would be an onerous requirement and concurs with the U.S. approach that trade-through protection should extend to top-of-book quotations only.</p> <p>Another commenter was of the view that a trade-through rule is only appropriate where a consolidated quote is available.</p>	<p><i>The CSA agree that the trade-through obligation should apply to the full depth-of-book. Under the proposed trade-through protection rule, all visible, better-priced orders displayed on marketplaces with automated functionality would be protected, subject to certain “permitted” trade-throughs as described in our response to comments in Question 9 below.</i></p> <p><i>The CSA agree that a consolidated quote would assist in meeting the trade-through obligation but this is not a necessity to effectively meet this requirement. As stated above, we are currently working towards the introduction of an information processor.</i></p>
Question 6: Should there be a limit on the fees charged on a trade-by-trade basis to access an order on a marketplace for trade-through purposes?	
<p style="text-align: center;"><i>Comments</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>CSA Responses</i></p>
<p>The majority of commenters responding to this question indicated that they are not</p>	<p><i>In response to the comments received, we are proposing not to impose a specific</i></p>

<p>supportive of imposing a limit on the fees charged on a trade-by-trade basis to access an order on a marketplace for trade-through purposes. Many of these commenters cited that fees should be determined by competition.</p> <p>Six commenters did favour fee caps. Some reasons for this position included:</p> <ul style="list-style-type: none"> • The playing field for all participants would be level and memberships to an ATS may increase; • Prices would be easily comparable across marketplaces; • Dealers would be protected from becoming captive to unreasonable marketplace fees; and • Investors would not have to indirectly bear a disproportionate amount of the costs for accessing quotes under the trade-through obligations. 	<p><i>limit on the fees charged but to refer to the minimum price increment outlined in IIROC Universal Market Integrity Rule 6.1. We have also prohibited a marketplace from imposing terms that have the effect of discriminating between orders routed to the marketplace to prevent trade-throughs and orders that originate on that marketplace. We have requested further comment as to whether it is appropriate to set a cap with a specified dollar amount.</i></p>
<p>Question 7: Should the CSA establish a threshold that would require an ATS to permit access to all groups of marketplace participants? If so, what is the appropriate threshold?</p>	
<p style="text-align: center;"><i>Comments</i></p> <p>Most commenters responding to this question were in favour of establishing a threshold that would require an ATS to permit all groups of marketplace participants. Suggested appropriate thresholds included: 20%, 10%, and 5% of market share. One commenter stated that ATSs should provide access to all groups of market participants when they have been deemed to be a relevant marketplace.</p> <p>Another commenter was of the belief that marketplaces should not unduly restrict access and that all categories of marketplace participants should be allowed to trade.</p> <p>Another commenter was unsure of an appropriate threshold in the absence of a fully competitive environment. This commenter suggested that this concept be revisited after a year of the operation of multiple marketplaces to assess the feasibility of establishing a suitable threshold for Canadian marketplaces.</p>	<p style="text-align: center;"><i>CSA Responses</i></p> <p><i>Rather than requiring that a marketplace provide direct access to all groups of participants when it meets a certain threshold, we have instead provided additional guidance regarding fair access in Policy Statement 21-101. We will continue to monitor this issue.</i></p>

<p>Five commenters did not support a legislated threshold that would require ATSs to allow access to all groups of marketplace participants. Some of these commenters believed that:</p> <ul style="list-style-type: none"> • The CSA practice of looking at this issue on a case by case basis from the broad public interest point of view is appropriate; and • It is unclear whether exchanges are complying with the U.S. fair access rule since only dealers can be members. 	
<p>Question 8: Should it be a requirement that specialized marketplaces not prohibit access to non-members so they can access, through a member (or subscriber), immediately accessible, visible limit orders to satisfy the trade-through obligation?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Should an ATS be required to provide direct order execution access if no subscriber will provide this service? • Is this solution practical? • Should there be a certain percentage threshold for specialized marketplaces below which a trade-through obligation would not apply to orders and/or trades on that marketplace? 	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p><i>Access of Non-members to Specialized Marketplaces</i></p> <p>Many commenters responding to this question supported the requirement of specialized marketplaces allowing access to non-members so that they can access immediately accessible, visible limit orders to satisfy the trade-through obligation.</p> <p>Some reasons cited for this position included:</p> <ul style="list-style-type: none"> • the trade-through obligation is a duty owed by all marketplace participants to the capital markets in general and therefore all marketplace participants with such an obligation should have fair access to all better-priced orders; and • such a prohibition creates a powerful disincentive to join new marketplaces as compliance burdens will increase. 	<p><i>With respect to issues relating to access to marketplaces by non-members/subscribers to a marketplace, we are not proposing that a marketplace provide direct access to non-members/subscribers. Under the proposed amendments, marketplaces would be given the discretion to determine how best to meet their trade-through obligations. This issue will be discussed with the industry implementation committee.</i></p>

Other commenters not in favour of this requirement submitted that:

- marketplaces that limit membership contain, by definition, orders that are not immediately accessible, visible limit orders (by virtue of the fact that excluded members cannot see or execute against orders in this type of marketplace) and therefore these orders should be deemed “excluded orders”; and
- it is not appropriate or necessary to force a specialized marketplace to change its technology or by-laws merely to allow the occasional and otherwise non-qualifying market participant to displace a quote for trade-through purposes.

Direct Order Execution Access

The majority of commenters responding to this question did not believe an ATS should be required to provide direct order execution access if no other subscriber would provide this service.

A few commenters, however, were in support of such a requirement.

Practicality of Direct Order Execution Access

Some commenters responding to this question believe that it is practical to require an ATS to provide direct order execution access if no subscriber will provide this service. One of the reasons provided in support of this stance is that ATSs are registered brokers and they should be able to handle inbound order flow as client flow.

Two commenters did not believe this is a practical solution.

Threshold Limits for Trade-Through Obligation

Suggested thresholds for which a trade-through obligation would not apply to orders and/or trades on a marketplace ranged from 5% (after one year of continuous trading) to 10% of trading volume of a Canadian issuer.	<i>The CSA have not set a threshold at which the trade-through obligation would apply and believe that the obligation should apply to all visible limit orders on a marketplace.</i>
Question 9: Are there any types of special terms orders that should not be exempt from trade-through obligations?	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>Many commenters remarked that the exemption of special terms orders listed in the joint notice is appropriate.</p> <p>One commenter cited that special terms orders that are used to establish the last sale price should not be exempt from the trade-through obligation.</p> <p>Another commenter contended that all special terms orders should be exempted.</p> <p>Another commenter specified that the ability for a “fill” term order (all-or-none, minimum fill) to trade-through a better-priced order on another marketplace should be consistent with how it is treated in a market and any exemptions for marketplaces with larger minimum order sizes. This commenter also added that “settlement” terms such as cash, delayed delivery etc. and odd lots should also be exempt from the trade-through rule.</p> <p>One commenter stated that the exclusion of special terms orders should be consistent with UMIR.</p>	<p><i>We have not proposed a general exemption for all special terms orders. However, subsection 5.1(3) of Policy Statement 21-101 outlines that special terms orders that are not immediately executable or that trade in special terms books, such as all-or-none or minimum fill orders, are not required to be provided to an information processor or an information vendor. Therefore, these types of orders would not fall under the definition of “protected orders” under the proposed rule and hence would not receive trade-through protection. However, those executing against these types of orders are required to execute against all better-priced orders first.</i></p> <p><i>In addition, orders with special settlement terms and “calculated price orders” have been included in the list of “permitted” trade-throughs in paragraph 6.2(e) of Regulation 23-101.</i></p> <p><i>As well, certain marketplaces provide an after-hours trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. In these circumstances, a marketplace would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of orders on another marketplace.</i></p>

Question 10: Are there current technology tools that would allow monitoring and enforcement of a flickering quote exception?	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>While commenters responding to this question were not aware of any technology tools available to allow for the monitoring and enforcement of a flickering quote exception, some suggested an “inter-market sweep order” to address this issue.</p> <p>Another commenter stated that it would be possible to develop a non-real time monitor at RS that would compare time stamps of orders and trades.</p> <p>Some commenters stated that it would be impractical to monitor for flickering order exceptions.</p> <p>Commenters offered the following alternative suggestions to a flickering order exception:</p> <ul style="list-style-type: none"> • dealers should demonstrate that their trading policies and procedures are designed to minimize instances of trade-through caused by “flickering orders”; • initially monitor the reality of a multi-market operating environment in order to ascertain if this will actually be a material issue that warrants development work; • dealers to keep a log book that documents the instances and rationale as to why an order was non-executable, and if appropriate, the Participant could send an exception report to RS when this occurs; and • use “pattern” based regulation so that if a participant demonstrates a consistent pattern of abusing the exception it would be dealt with by regulators at that time. 	<p><i>It is expected that a marketplace will conduct periodic reviews to test the effectiveness of its policies and procedures for reasonably preventing trade-throughs and ensuring compliance with Part 6 of Regulation 23-101. We are of the view that a marketplace must retain relevant information so that the effectiveness of its policies and procedures can be adequately evaluated by regulatory authorities. In certain circumstances, such as sending an inter-market sweep order, it may be appropriate for marketplace participants to maintain relevant information so that compliance with Part 6 of Regulation 23-101 can be adequately evaluated by regulatory authorities.</i></p>

Question 11: Should the exception only apply for a specified period of time (for example, one second)? If so, what is the appropriate period of time?	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>A number of commenters responding to this question believe that a specified time period may not be practical. One commenter suggested that instead of a specific period of time after the trade that would provide a safe harbour from trade-throughs, dealers should be required to demonstrate through either system documentation or through their audit trail that, at the time of order entry their orders were routed to the best priced marketplace given their current view of market data.</p> <p>Other commenters suggested that the appropriate duration should vary given the nature of the order, time of day and transaction load and one commenter suggested that it may be appropriate to have several time periods based on the nature of the order entered. One commenter suggested a quote which lasts for less than 5 seconds should not be subject to trade-through protection.</p>	<p><i>We have allowed for the provision of “flickering orders” where a marketplace displaying the best price was traded through but had displayed, immediately prior to execution of the trade-through, an order with a price that was equal or inferior to the price of the trade-through transaction. We have asked a specific question as to what length of time should be considered an “immediate” response by a marketplace to a received order in the attached Notice. In our view, because of the high speed of trading, one second may be too long.</i></p>
Question 12: Should this exception only be applicable for trades that must occur at a specific marketplace’s closing price? Are there any issues of fairness if there is no reciprocal treatment for orders on another marketplace exempting them from having to execute at the closing price in a special facility if that price is better?	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>Three commenters specifically stated that they support the exemption from trade-through obligations of Market-On-Close (MOC) orders.</p> <p>One commenter requested further clarification on what factors will be used to determine what the opening and closing price is for a security.</p>	<p><i>As mentioned above, if a marketplace is operating a special trading facility with a set closing price, under paragraph 6.2(e) of Regulation 23-101, a marketplace could execute closing price orders and would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of orders on another marketplace. Otherwise, if two marketplaces with displayed protected orders are open for trading in their regular trading session, the trade-through protection rule would apply.</i></p>

<p>One commenter referred to its position that trade-through protection should apply to all marketplaces that are open for continuous trading at any given time.</p>	
<p>Question 13: Should a last sale price order facility exception be limited to any residual volume of a trade or should it apply for any amount between the two original parties to a trade? What is the appropriate time limit?</p>	
<p><i>Comments</i></p>	<p><i>CSA Responses</i></p>
<p>While five commenters were in support of a last sale price order facility exception they varied in their stances as to how this exception should be applied. One commenter stated that the last sale price exemption should be limited to the residual volume while others argued for the exception to be limited to the volume traded during the session the trade in question took place. Another commenter cited that trades should be encouraged to take place in the current context of the market and would not be supportive of a last sale price order facility exception being granted for residual volume of a trade.</p> <p><i>Appropriate Time Limit</i></p> <p>Suggestions for the duration of the exception ranged from 60 seconds to two minutes. Another commenter deferred to the expertise of the marketplace to determine volumes and time limits.</p> <p><i>Opposition to Last Sale Price Order Facility Exception</i></p> <p>Five commenters were of the view that there should not be a special exception for a last sale price order facility. One of these commenters, while not in favour of an exception for a last sale price order facility that operates during a market's normal trading hours, was supportive of the idea of allowing trades to continue at the closing price of a marketplace.</p>	<p><i>We have not allowed for trade-throughs by transactions resulting from the execution of residual volumes of a trade within a last sale price order facility. We believe that better displayed prices should be honoured by all marketplace participants.</i></p>

Question 14: Should trade-throughs be allowed in any other circumstances? For example, are there specific types or characteristics of orders that should be subject to an exemption from the trade-through obligation?	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>The following exemptions from trade-through protection were suggested by commenters:</p> <ul style="list-style-type: none"> • specialty price crosses (including basis, VWAP, contingent and special trading session crosses); • special settlement terms; • Market-On-Close orders; • Derivative-related trades; • All-or-none orders (re: orders that are already in the special terms book where the trade is triggered by the marketplace algorithm); • Minimum size orders; and • Stop orders and short orders where pricing is managed by an exchange. <p>Another commenter is of the view that trade-throughs should not be allowed in any circumstance other than those listed in the joint notice.</p> <p>One commenter supported trade-through exemptions for situations where the trade price is not known at the time of order entry.</p> <p>Two commenters called for the CSA to maintain flexibility with respect to trade-through exemptions.</p>	<p><i>As mentioned above, the current proposal permits trade-throughs for orders containing special settlement terms, closing price orders and orders where the trade price is not known at the time of order entry and is to be calculated based on, but will not necessarily be equal to, the price of the security at the time of execution.</i></p> <p><i>All-or-none, minimum fill and other special terms orders that are not immediately executable or that trade in special terms books are not required to be provided to an information processor or information vendor under subsection 5.1(3) of Policy Statement 21-101. Therefore these types of orders would not fall under the definition of “protected orders” under the proposed rule and would not receive trade-through protection.</i></p>

Comments to Questions 15 to 18 and the corresponding CSA responses were published on June 20, 2008 in the Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 5, n° 24, 2008-06-20.

Question 19: Please comment on whether the proposed reporting requirements for marketplaces and dealers would provide useful information. Is there other information that would be useful? Are there differences between the U.S. and Canadian markets that make this information less useful in Canada?

<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>Four commenters suggested that multiple marketplaces should be in operation for some time before determining the usefulness of reporting information.</p> <p>The majority of commenters responding to this question supported the proposed information requirements placed on marketplaces. One commenter suggested that the marketplace reporting requirements should be modeled after “Dash 5” reports produced in the U.S. given the significance of interlisted trading in Canada. This commenter stated that while the basic metrics proposed by the CSA are appropriate, they are insufficient since the structures of different marketplaces also need to be considered and the metrics provided in the Dash 5 type reports provide information that allows the end recipient to compare the costs and benefits of executing on various marketplaces.</p> <p>Some commenters did not believe that the information to be provided by the dealers would be useful to the public or for firms.</p> <p><i>Suggestions for Other Useful Information</i></p> <p>One commenter suggested that disclosure of routing and execution practices by marketplaces and dealers would provide valuable tools for monitoring and assessing best execution and help to improve the efficiency of capital markets. This commenter</p>	<p><i>The CSA delayed the implementation of the reporting requirements to enable multiple marketplaces to begin operations and for marketplace participants to adjust to the changing market structure. We continue to think that this reporting is important.</i></p> <p><i>We have further streamlined the proposed reporting requirements to focus on areas that we think would provide useful information to assess quality of execution.</i></p>

also stated that dealers should still provide the identity of market centres where they route a significant portion of their orders, disclosure of their relationship with such market centres or any conflict of interest that may exist.

One commenter was of the view that ATSs should provide standardized and periodic data in order for market participants to be able to reasonably consider any dark pool options for best execution.

Question 20: Should trades executed on a foreign market or over-the-counter (OTC) be included in the data reported by dealers?

<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p><i>Foreign Trades</i></p> <p>The majority of commenters who responded to this question do not believe there should be a requirement to report foreign trades in Canada. Two commenters elaborated that there is a great potential cost in providing this information with little tangible benefit.</p> <p>Three commenters favoured the disclosure of foreign trades. One of these commenters supported this type of disclosure when there is a relationship between the parties which dictates how orders are routed. Another commenter suggested that this information would provide additional data points for internal analysis.</p> <p><i>OTC Trades</i></p> <p>With respect to OTC trade information, one commenter noted that although a lack of transparency combined with limited comparative information can make it difficult to measure best execution on the OTC market, such information may be useful in certain cases such as government issues.</p>	<p><i>We are not proposing that trades executed on a foreign market or over-the-counter be included in the data. We are focussing on where securities are traded on multiple marketplaces in Canada.</i></p>

Question 21: Should dealers report information about orders that are routed due to trade-through obligations?	
<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>The majority of commenters responding to this question did not believe that dealers should report information about orders that are routed due to trade-through obligations. Reasons for this position included:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Detailed information about routing of orders and decisions made in the trade process is more appropriately collected as part of the TREATS initiative; • This requirement would induce more delays and offloads undue operational and regulatory costs onto participants; and • Additional reporting requirements should be deferred until the market has been operating in the context of the proposed regulations for a reasonable amount of time and careful study reveals a compelling regulatory need for such a requirement. <p>Two commenters supported the reporting of information relating to orders routed for trade-through compliance purposes. One of these commenters however stated that it wants the CSA to be confident that the benefits of receiving such reports outweigh the costs associated with building a reporting structure before mandating this information.</p>	<p><i>We are not proposing at this time to include information about orders that are routed due to trade-through obligations. This may be re-assessed once the trade-through requirements have been in place for a period of time.</i></p>

Question 22: Should information reported by a marketplace include spread-based statistics?

<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>Six commenters did not support the requirement of marketplaces reporting spread-based statistics. Some reasons listed for this position include:</p> <ul style="list-style-type: none"> • There are difficulties in setting objective standards so that everyone reports in similar ways and the statistics could be manipulated by selectively including/omitting execution data; • Depending on the nature of the marketplace, it may be completely irrelevant information; and • Spread based statistics will not assist in determining speed of execution, certainty of execution and over-all cost of the transaction. <p>Five commenters indicated that spread based statistics should be reported for the following reasons:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Spread statistics are required when considering best execution for passive order flow; • This information is important for conducting transaction cost analysis in the form of implementation shortfall analysis; and • This information is the best metric for liquidity. 	<p><i>There were mixed views on whether to include spread-based statistics. As a result, we have proposed that marketplace reporting include spread-based statistics and have specifically requested comment on this point.</i></p>

Question 23: If securities are traded on only one marketplace, would the information included in the proposed reporting requirements be useful? Is it practical for the requirement to be triggered only once securities are also traded on other marketplaces? Would marketplaces always be in a position to know when this has occurred?

<i>Comments</i>	<i>CSA Responses</i>
<p>Most commenters responding to this question did not believe the information included in the proposed reporting requirements would be useful if securities are traded on only one marketplace. Some commenters reasoned that the value of the information would not be justified by the cost of collection of the information.</p> <p>Three commenters did think that the information included in the proposed reporting requirements would be useful even if the securities were traded only on one marketplace. One commenter contended that this historical set of data can be used if or when the issuer graduates to a larger market where its securities will be listed on multiple marketplaces. Another commenter believes that transaction cost analysis can be conducted even if securities are traded on a single marketplace. As well, another commenter noted that the reporting requirements offer metrics to measure the expected execution quality of a marketplace and that since it is difficult to track interlisted securities on a real-time basis, this commenter is of the view that the best alternative is to standardize marketplace reporting requirements regardless of whether the securities traded are interlisted.</p>	<p><i>We have not limited the marketplace reporting requirements where securities are traded only on one marketplace. We think that the proposed reporting requirements contain useful information to assess execution quality.</i></p>

II. List of Respondents

1. Bloomberg Tradebook Canada Company
2. BMO Financial Group
3. Canadian Security Traders Association Inc.
4. CNQ
5. CPP Investment Board
6. egX Canada
7. Highstreet Asset Management Inc.
8. Investment Industry Association of Canada
9. ITG Investment Technology Group
10. Liquidnet Canada Inc.
11. Merrill Lynch Canada Inc.
12. Perimeter Markets Inc.
13. Raymond James Ltd.
14. RBC Asset Management Inc.
15. RBC Dominion Securities Inc.
16. Scotia Capital Inc.
17. TD Asset Management Inc.
18. TD Newcrest
19. TSX Group Inc.

REGULATION TO AMEND REGULATION 21-101 RESPECTING MARKETPLACE OPERATION

Securities Act

(R.S.Q., c.V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (32) and (34), and 331.2; 2007, c. 15; 2008, c. 7; 2008, c. 24)

1. Section 1.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation is amended:

(1) by deleting the definition of “IDA”;

(2) by adding, after the definitions of “corporate debt security” and “order”, the following, respectively:

“ “effective spread” means,

(a) for buy orders, double the amount of the difference between the execution price and the midpoint of the best bid price and best ask price as identified by an information processor, or if there is no information processor, on a particular marketplace at the time of order receipt; or

(b) for sell orders, double the amount of the difference between the midpoint of the best bid price and best ask price as identified by an information processor, or if there is no information processor, on a particular marketplace at the time of order receipt and the execution price;”;

“ “realized spread” means,

(a) for buy orders, double the amount of the difference between the execution price and the midpoint of the best bid price and best ask price as identified by an information processor, or if there is no information processor, on a particular marketplace five minutes after the time of order execution; or

(b) for sell orders, double the amount of the difference between the midpoint of the best bid price and best ask price as identified by an information processor, or if there is no information processor, on a particular marketplace five minutes after the time of order execution and the execution price; and

where, for orders that execute within the last five minutes of a marketplace’s trading hours, the midpoint referred to in paragraphs (a) and (b) is the midpoint of the final best bid price and best ask price disseminated for the trading day;”;

(3) in the definition of “inter-dealer bond broker”:

(a) by replacing “IDA” with “IIROC”;

(b) by replacing “By-law No. 36” with “Rule 36”;

(c) by replacing “Regulation 2100” with “Rule 2100”;

(d) by replacing, in the French text, the word “modifié” with the word “modifiée”;

(4) by adding, after the definition of “government debt security”, the following:

“ “IIROC” means the Investment Industry Regulatory Organization of Canada;”.

2. The Regulation is amended by adding, after section 10.1, the following:

“10.2. Trading Fees for Trade-Through Purposes

With respect to trading fees charged for the execution of an order to comply with section 6.1 of Regulation 23-101 respecting Trading Rules, a marketplace shall not impose

(a) a fee that is equal to or greater than the minimum price increment described in IROC Universal Market Integrity Rule 6.1, as amended; and

(b) terms that have the effect of discriminating between orders that are routed to that marketplace to prevent trade-throughs and orders that originate on that marketplace.”.

3. Section 11.5 of the Regulation is replaced with the following:

“11.5. Synchronization of Clocks

(1) A marketplace trading exchange-traded securities, an information processor receiving information about those securities and a dealer trading those securities shall synchronize the clocks used for recording or monitoring the time and date of any event that must be recorded under this Part or Regulation 23-101 respecting Trading Rules with the clock used by its regulation services provider, or if it has not retained a regulation services provider, any regulation services provider monitoring the trading of those securities.

(2) A marketplace trading corporate debt securities or government debt securities, an information processor receiving information about those securities, a dealer trading those securities and an inter-dealer bond broker trading those securities shall synchronize the clocks used for recording or monitoring the time and date of any event that must be recorded under this Part or Regulation 23-101 respecting Trading Rules with the clock used by its regulation services provider, or if it has not retained a regulation services provider, any regulation services provider monitoring the trading of those securities.”.

4. The Regulation is amended by adding, after section 11.5, the following:

“PART 11.1 REPORTING OF ORDER EXECUTION INFORMATION BY MARKETPLACES

“11.1.1. Reporting of Order Execution Information by Marketplaces

(1) A marketplace shall publish in a meaningful, readily accessible and usable electronic form and make available at no cost for downloading from a website, a monthly report containing the information set out below, but not including information relating to any non-standard order, calculated price order or closing price order:

Liquidity Measures:

(a) for all orders that, when received by the marketplace, are at or within the best bid price and best ask price as identified by an information processor, or if there is no information processor, on a particular marketplace:

- (i) the number of orders that the marketplace received;
- (ii) the number of orders that were cancelled;
- (iii) the number of orders that were executed on the marketplace;
- (iv) if applicable, the number of orders routed to another marketplace for execution;

- (v) the average volume of all orders executed on the marketplace;
- (vi) the share-weighted average effective spread for order executions; and
- (vii) the share-weighted average realized spread for order executions.

Trading Statistics:

- (b) the number of trades executed on the marketplace;
- (c) the volume of all trades executed on the marketplace;
- (d) the volume of all trades resulting from the execution of orders that are not displayed on the marketplace;
- (e) the volume of all trades resulting from the execution of orders that are partially displayed on the marketplace;
- (f) the value of all trades executed on the marketplace;
- (g) the arithmetic mean and median size of trades executed on the marketplace;
- (h) the number of trades that were executed on the marketplace with a volume of,
 - (i) for securities other than options,
 - (A) over 5,000 up to and including 10,000 units of securities, and
 - (B) over 10,000 units of securities, and
 - (ii) for options,
 - (A) over 100 up to and including 250 options contracts; and
 - (B) over 250 options contracts.

Speed and Certainty of Execution Measures:

- (i) the number of orders that, when received by the marketplace, are at or within the best bid price and best ask price as identified by an information processor, or if there is no information processor, on a particular marketplace and that are executed:
 - (i) within 1 second after the time of their receipt;
 - (ii) more than 1 second and up to and including 10 seconds after the time of their receipt;
 - (iii) more than 10 seconds and up to and including 60 seconds after the time of their receipt;
 - (iv) more than 1 minute and up to and including 5 minutes after the time of their receipt; and

(v) more than 5 minutes and up to and including 30 minutes after the time of their receipt.

(2) The reporting required in paragraphs (1)(a) through (i) shall be categorized by security.

(3) This section is effective on **[insert date six months after Effective Date]**.”.

5. Sections 12.1 to 12.3 of the Regulation are replaced with the following:

“12.1. System Requirements

For each of its systems that support order entry, order routing, execution, trade reporting, trade comparison, data feeds, market surveillance and trade clearing, a marketplace shall,

(a) develop and maintain

(i) reasonable business continuity and disaster recovery plans;

(ii) an adequate system of internal control over those systems; and

(iii) adequate general computer controls, including controls relating to information systems operations, information security, change management, problem management, network support and system software support;

(b) consistent with prudent business practice, on a reasonably frequent basis, and in any event, at least annually,

(i) make reasonable current and future capacity estimates;

(ii) conduct capacity stress tests to determine the ability of those systems to process transactions in an accurate, timely and efficient manner; and

(iii) test its business continuity and disaster recovery plans; and

(c) promptly notify the regulator, or, in Québec, the securities regulatory authority and, if applicable, its regulation services provider of any material systems failures.

12.2. Systems Reviews

(1) For each of its systems that support order entry, order routing, execution, trade reporting, trade comparison, data feeds, market surveillance and trade clearing, a marketplace shall annually engage a qualified party to conduct an independent systems review and prepare a report in accordance with established audit standards to ensure that it is in compliance with paragraph 12.1(a).

(2) A marketplace shall provide the report resulting from the review conducted under subsection (1) to

(a) its board of directors, or the audit committee, promptly upon the report's completion, and

(b) to the regulator, or, in Québec, the securities regulatory authority, within 30 days of providing the report to its board of directors or the audit committee.

12.3. Availability of Technology Requirements and Testing Facilities

(1) A marketplace shall publish all technology requirements regarding interfacing with or accessing the marketplace in their final form,

(a) if operations have not begun, for at least three months immediately before operations begin; and

(b) once it has begun operations, for at least three months before implementing a material change to its technology requirements.

(2) After the technology requirements set out in subsection (1) have been published, a marketplace shall make available testing facilities for interfacing with or accessing the marketplace,

(a) if operations have not begun, for at least two months immediately before operations begin; and

(b) once it has begun operations, for at least two months before implementing a material change to its technology requirements.

(3) A marketplace shall not begin operations until it has complied with paragraphs (1)(a) and (2)(a).”.

6. Section 14.5 of the Regulation is replaced with the following:

“14.5. System Requirements

An information processor shall,

(a) develop and maintain

(i) reasonable business continuity and disaster recovery plans;

(ii) an adequate system of internal controls over its critical systems; and

(iii) adequate general computer controls, including controls relating to information systems operations, information security, change management, problem management, network support, and system software support;

(b) on a reasonably frequent basis, and in any event, at least annually, and in a manner that is consistent with prudent business practice,

(i) make reasonable current and future capacity estimates for each of its systems;

(ii) conduct capacity stress tests of its critical systems to determine the ability of those systems to process information in an accurate, timely and efficient manner; and

(iii) test its business continuity and disaster recovery plans;

(c) annually engage a qualified party to conduct an independent systems review and prepare a report in accordance with established audit standards to ensure that it is in compliance with paragraph (a);

(d) provide the report resulting from the review conducted under paragraph (c) to

(i) its board of directors or the audit committee promptly upon the report's completion, and

(ii) to the regulator, or, in Québec, the securities regulatory

authority, within 30 days of providing it to the board of directors or the audit committee;
and

(e) promptly notify the regulator, or, in Québec, the securities regulatory authority, and any regulation services provider, recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system monitoring trading of the securities about which information is provided to the information processor of any material systems failures.”.

7. This Regulation comes into force on (*indicate the date of coming into force of this Regulation*).

AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 21-101 RESPECTING MARKETPLACE OPERATION

1. *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* is amended by adding, after section 1.3, the following:

“1.4. Definition of Regulation Services Provider

The definition of regulation services provider is meant to capture a third party provider that provides regulation services to marketplaces. A recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system would not be a regulation services provider if it only conducts these regulatory services for its own marketplace or an affiliated marketplace and does not provide these services to others.”.

2. Section 2.1 of the Policy Statement is amended:

(1) by replacing, in paragraph (1) of the French text, the word “couplent” with the word “appariant” and the words “alinéas” and “l’alinéa” with the words “paragraphes” and “le paragraphe”, respectively;

(2) by replacing, in paragraph (7), “IDA” with “IIROC”, “By-law No. 36” with “Rule 36”, and “Regulation 2100” with “Rule 2100”.

3. Section 3.4 of the Policy Statement is amended:

(1) by replacing, in paragraph (3) of the French text, the words “l’alinéa” with the words “le paragraphe”;

(2) by replacing, in paragraph (4) of the French text, the words “l’alinéa” with the words “le paragraphe”;

(3) by replacing, in paragraph (5), “IDA” with “IIROC” and, in the French text, the words “L’alinéa” with the words “Le paragraphe”.

4. Paragraph (6) of section 6.1 of the Policy Statement is amended by replacing the words “any change to the operating platform of an ATS, the types of securities traded, or the types of subscribers.” with “a change to the information in Exhibits A, B, C, F, G, I, and J of Form 21-101F2.”.

5. Section 7.1 of the Policy Statement is amended by replacing the last sentence with the following:

“In addition, the reference to “a person ” in subsection (b) includes a system or facility that is operated by a person and a person that obtains access through a member or user. The reference to “services” in paragraph (b) means all services that a marketplace provides including any services that may be offered to a member in the case of an exchange or a user in the case of a quotation and trade reporting system or anyone accessing orders directly or indirectly on the exchange or quotation and trade reporting system for purposes of the trade-through requirements set out in Part 6 of Regulation 23-101. A recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system should permit fair and efficient access for the purposes of complying with the trade-through requirements in section 6.1 of Regulation 23-101 to (a) a member or user directly, or (b) a person that is indirectly accessing the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system through a member or user.”.

6. Section 8.2 of the Policy Statement is amended by replacing the last sentence with the following:

“In addition, the reference to “a person ” in subsection (b) includes a system or facility

that is operated by a person and a person that obtains access through a subscriber that is a dealer. The reference to “services” in paragraph (b) means all services that a marketplace provides including any services that may be offered to a subscriber or anyone accessing orders directly or indirectly on the ATS for purposes of the trade-through requirements set out in Part 6 of Regulation 23-101. An ATS should permit fair and efficient access for the purposes of complying with the trade-through requirements in section 6.1 of Regulation 23-101 to (a) a subscriber directly, or (b) a person that is indirectly accessing the ATS through a subscriber.”.

7. Section 9.1 of the Policy Statement is amended:

(1) by replacing the first two sentences of paragraph (1) with the following:

“Subsection 7.1(1) of the Regulation requires a marketplace that displays orders of exchange-traded securities to any person to provide accurate and timely information regarding those orders to an information processor or, if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider. Section 7.2 requires the marketplace to provide accurate and timely information regarding trades of exchange-traded securities to an information processor or, if there is no information processor, an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider.”;

(2) by replacing paragraph (2) with the following:

“(2) In complying with sections 7.1 and 7.2 of the Regulation, a marketplace should not make the required order and trade information available to any other person on a more timely basis than it makes that information available to the information processor or information vendor. In addition, any information provided by a marketplace to an information processor or information vendor must include identification of the marketplace and should contain all relevant information including details as to volume, symbol, price and time of the order or trade.”.

8. The Policy Statement is amended by adding, after section 10.1, the following, and by renumbering section 10.2 as section 10.3:

“10.2. Availability of Information

In complying with the requirements in sections 8.1 and 8.2 of the Regulation to provide accurate and timely order and trade information to an information processor or an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider, a marketplace, an inter-dealer bond broker or dealer should not make the required order and trade information available to any other person on a more timely basis than it makes that information available to the information processor or information vendor.”.

9. The Policy Statement is amended by adding, after section 12.1, the following:

“12.2. Trading Fees for Trade-Through Purposes

Section 10.2 of the Regulation prohibits a marketplace from imposing fees for the purpose of complying with the trade-through requirements set out in Part 6 of Regulation 23-101 that (i) is equal to or greater than the minimum price increment that is described in IROC Universal Market Integrity Rule 6.1, as amended, or (ii) has the effect of discriminating between orders that are routed to that marketplace to prevent trade-throughs and orders that originate on that marketplace. This prohibition would include any fees charged to access an order on a marketplace. Paragraph 10.2(b) of the Regulation is intended to ensure that a marketplace does not charge discriminatory fees to those routing orders to meet their trade-through obligations.”.

10. The Policy Statement is amended by replacing section 13.2 with the following:

“13.2. Synchronization of Clocks

Subsections 11.5(1) and (2) of the Regulation require the synchronization of clocks with a regulation services provider that monitors the activities of marketplaces, and, as appropriate, inter-dealer bond brokers or dealers trading the relevant securities. The Canadian securities regulatory authorities are of the view that synchronization requires continual synchronization using an appropriate national time standard as chosen by a regulation services provider. Even if a marketplace has not retained a regulation services provider, its clocks should be synchronized with any regulation services provider monitoring trading in the particular securities traded on that marketplace. Each regulation services provider will monitor the information that it receives from all marketplaces, dealers and, if appropriate, inter-dealer bond brokers, to ensure that the clocks are appropriately synchronized. If there is more than one regulation services provider, in meeting their obligation to coordinate monitoring and enforcement under section 7.5 of Regulation 23-101, regulation services providers are required to agree on one standard against which synchronization will occur. In the event there is no regulation services provider, a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system should coordinate with other recognized exchanges or recognized quotation and trade reporting systems regarding the synchronization of clocks.”.

11. The Policy Statement is amended by adding, after Part 13, the following:

“PART 13.1 REPORTING OF ORDER EXECUTION INFORMATION BY MARKETPLACES

13.1.1. Reporting of Order Execution Information by Marketplaces

(1) Section 11.1.1 of the Regulation requires a marketplace to make available standardized, monthly reports of statistical information concerning the execution of orders. It is expected that this information would provide a starting point to promote visibility and best execution, in particular, relating to the factors of execution price and speed. It is also expected that this information would provide a tool for dealers and advisers to evaluate the quality of executions among marketplaces and aid in fulfilling their duty of best execution.

(2) Orders that are not immediately executable and orders that trade in special terms books, such as all-or-none, minimum fill or cash or delayed delivery are not considered to be orders for the purposes of this Part. As well, order information regarding pre-arranged trades and intentional or internal crosses is not required. In addition, marketplaces reporting trade information should only count each share traded once.”.

12. Section 14.1 of the Policy Statement is replaced with the following:

“14.1. Systems Requirements

This section applies to all the systems of a particular marketplace that are identified in the introduction to section 12.1 of the Regulation.

(1) Paragraph 12.1(a) of the Regulation requires the marketplace to develop and maintain an adequate system of internal control over the systems specified. As well, the marketplace is required to develop and maintain adequate general computer controls. These are the controls which are implemented to support information technology planning, acquisition, development and maintenance, computer operations, information systems support, and security. Recognized guides as to what constitutes adequate information technology controls include ‘*Information Technology Control Guidelines*’ from The Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) and ‘*COBIT*’ from the IT Governance Institute.

(2) Paragraph 12.1(b) of the Regulation requires a marketplace to meet certain systems capacity, performance, business continuity and disaster recovery standards. These standards are consistent with prudent business practice. The activities and tests required in this paragraph are to be carried out at least once a year. In practice, continuing changes in technology, risk management requirements and competitive pressures will often result in these activities being carried out or tested more frequently.

(3) Subsection 12.2(1) of the Regulation requires a marketplace to engage a qualified party to conduct an annual independent assessment of the internal controls referred to in paragraph 12.1(a). A qualified party is a person or a group of persons with relevant experience in both information technology and in the evaluation of related internal controls in a complex information technology environment. Before engaging a qualified party, a marketplace should discuss its choice with the regulator, or, in Québec, the securities regulatory authority.”.

“14.2. Availability of Technology Specifications and Testing Facilities

(1) Subsection 12.3(1) of the Regulation requires marketplaces to publish their technology requirements regarding interfacing with or accessing the marketplace in their final form for at least three months. If there are material changes to these requirements after they are published and before operations begin, the revised requirements should be published for a new three month period prior to operations. The subsection also requires that an operating marketplace publish its technology specifications for at least three months before implementing a material change to its technology requirements.

(2) Subsection 12.3(2) of the Regulation requires marketplaces to provide testing facilities for interfacing with or accessing the marketplace for at least two months immediately prior to operations once the technology requirements have been published. Should the marketplace publish its specifications for longer than three months, it may make the testing available during that period or thereafter as long as it is at least two months prior to operations. If the marketplace, once it has begun operations, proposes material changes to its technology systems, it is required to make testing facilities available for at least two months before implementing the material systems change.”.

13. Section 16.1 of the Policy Statement is amended by replacing paragraph (2) with the following:

“(2) An information processor is required under subsection 14.4(2) of the Regulation to provide timely, accurate, reliable and fair collection, processing, distribution and publication of information for orders for, and trades in, securities. The Canadian securities regulatory authorities expect that in meeting this requirement, an information processor will ensure that all marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers that are required to provide information are given access to the information processor on fair and reasonable terms. In addition, it is expected that an information processor will not give preference to the information of any marketplace, inter-dealer bond broker or dealer when collecting, processing, distributing or publishing that information.

(3) An information processor is required under subsection 14.4(5) of the Regulation to provide prompt and accurate order and trade information, and to not unreasonably restrict fair access to the information. As part of the obligation relating to ‘fair access’, an information processor is expected to make the disseminated and published information available on terms that are reasonable and not discriminatory. For example, an information processor will not provide order and trade information to any single person or group of persons on a more timely basis than is afforded to others, and will not show preference to any single person or group of persons in relation to pricing.”.

14. Subparagraph (b) of paragraph (1) of section 16.2 of the Policy Statement is amended by deleting “which are not unreasonably discriminatory”.

15. The Policy Statement is amended by adding, after section, 16.3, the following:

“16.4. System Requirements

Section 14.1 of this Policy Statement contains guidance on the systems requirements as it applies to an information processor.”.

REGULATION TO AMEND REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

Securities Act

(R.S.Q., c.V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (9.1), (15), (26), (32) and (34), and 331.2; 2007, c. 15; 2008, c. 7; 2008, c. 24)

1. Section 1.1 of Regulation 23-101 respecting Trading Rules is amended:

(1) by adding, after the introductory phrase, the following definition:

““automated functionality” means the ability to:

(a) permit an incoming order that has been entered on the marketplace electronically to be marked as fill-or-kill;

(b) immediately and automatically execute an order marked as fill-or-kill against the displayed volume;

(c) immediately and automatically cancel any unexecuted portion of an order marked as fill-or-kill without routing the order elsewhere;

(d) immediately and automatically transmit a response to the sender of an order marked as fill-or-kill indicating the action taken with respect to the order; and

(e) immediately and automatically display information that updates the displayed order to reflect any change to its material terms;”;

(2) by adding, after the definition of “best execution”, the following:

““calculated price order” means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than a derivative, that is entered on a marketplace if the price of that security

(a) is not known at the time of order entry; and

(b) is to be calculated based on, but will not necessarily be equal to, the price of that security at the time of execution;

“closing price order” means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than a derivative, that is

(a) entered on a marketplace on a trading day; and

(b) subject to the conditions that

(i) the order be executed at the closing sale price of that security on that marketplace for that trading day; and

(ii) the order be executed subsequent to the establishment of the closing price;

“inter-market sweep order” means a limit order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than a derivative,

(a) entered on or routed to a marketplace to be executed against a protected order; and

- (b) identified as an inter-market sweep order; and

at the same time that it is entered or routed, one or more additional limit orders are routed, as necessary, to a marketplace to execute against the displayed volume of any other protected order on that marketplace with a better price than the protected order referred to in paragraph (a);

“non-standard order” means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than a derivative, that is entered on a marketplace and is subject to non-standardized terms or conditions related to settlement that have not been set by the marketplace on which the security is listed or quoted;

“protected bid” means a bid for an exchange-traded security, other than a derivative,

- (a) that is displayed by a marketplace that has automated functionality; and

- (b) about which information is provided pursuant to Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation, adopted by the Commission des valeurs mobilières du Québec pursuant to decision No. 2001-C-0409 dated August 28, 2001, to an information processor or, if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider;

“protected offer” means an offer for an exchange-traded security, other than a derivative,

- (a) that is displayed by a marketplace that has automated functionality; and

- (b) about which information is provided pursuant to Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation to an information processor or, if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider;

“protected order” means a protected bid or protected offer; and

“trade-through” means the execution of a trade at a price that is,

- (a) in the case of a purchase, higher than any protected offer, or
- (b) the case of a sale, lower than any protected bid.”.

2. Section 1.2 of the Regulation is amended by deleting “adopted by the Commission des valeurs mobilières du Québec pursuant to decision No. 2001-C-0409 dated August 28, 2001,” and by replacing “Regulation 21-102” with “Regulation 21-101”.

3. The regulation is amended by adding, after section 4.3, the following:

“4.4. Reporting of Order Routing by Dealer

(1) A dealer shall publish, in a meaningful, readily accessible and usable electronic form and make available at no cost for downloading from a website, a quarterly report on its routing of orders when acting as agent during that quarter and shall include the following information if securities are traded on more than one marketplace:

- (a) the identity of marketplaces where orders are routed for execution, including the percentages of orders routed to each marketplace

- (i) at the direction or instruction of the client, and

(ii) otherwise determined by the dealer; and

(b) a discussion of any material aspects of a dealer's relationship with a marketplace including a description of any arrangements.

(2) A dealer shall, within 15 days of receiving a request from a client, disclose to the client the identity of any marketplace where the client's orders were routed for execution in the six months before the request, whether the dealer was specifically instructed to route to a particular marketplace for execution, and the time of the executions, if any, that resulted from such orders.

(3) This section is effective on **[insert date six months after Effective Date]**."

4. The title of Part 6 and section 6.1 of the Regulation are replaced with the following:

“PART 6 TRADE-THROUGH PROTECTION

6.1. Trade-through Protection

(1) A marketplace shall establish, maintain and enforce written policies and procedures that are reasonably designed

(a) to prevent trade-throughs on that marketplace other than the trade-throughs listed in section 6.2; and

(b) to ensure that the marketplace, when executing a transaction that constitutes a trade-through listed in section 6.2, is doing so in compliance with this Part.

(2) A marketplace shall regularly review and monitor the effectiveness of the policies and procedures required by subsection (1) and shall take prompt action to remedy any deficiencies in such policies and procedures.

(3) At least 45 days before implementation, a marketplace shall provide to the securities regulatory authority and, if applicable, its regulation services provider the policies and procedures, and any material amendments to those policies and procedures, established under subsection (1).

6.2. List of Trade-throughs

The following are the trade-throughs referred to in paragraph 6.1(1)(a):

(a) the transaction that constituted the trade-through was executed when there were reasonable grounds to believe that the marketplace displaying the protected order that was traded through was experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment;

(b) the transaction that constituted the trade-through was the execution of an order identified as an inter-market sweep order;

(c) the transaction that constituted the trade-through was executed by a marketplace that simultaneously routed an inter-market sweep order to execute against the total displayed volume of any protected order that was traded through;

(d) the marketplace displaying the protected order that was traded through had displayed, immediately before the execution of the transaction that constituted the trade-through, a protected order with a price that was equal or inferior to the price of the trade-through transaction;

(e) the transaction that constituted the trade-through was the result of the

execution of

- (i) a non-standard order;
- (ii) a calculated price order; or
- (iii) a closing price order; and

(f) the transaction that constituted the trade-through was executed at a time when the best protected bid was higher than the best protected offer.

6.3. Inter-market Sweep Order Requirements

A marketplace or marketplace participant responsible for the routing of an inter-market sweep order must take all reasonable steps to ensure that the order is an inter-market sweep order.

6.4. Systems or Equipment Failure, Malfunction or Material Delay

(1) A marketplace shall immediately notify all regulation services providers, its marketplace participants and other marketplaces if there is a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment.

(2) When executing a transaction that falls within paragraph 6.2(a), and a notification has not been sent under subsection (1), a marketplace that routes an order to another marketplace shall immediately notify

(a) the marketplace that it has reasonable grounds to believe it is experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment;

(b) all regulation services providers; and

(c) its marketplace participants.

(3) When a marketplace participant has reasonable grounds to believe that a marketplace is experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment and routes an order to execute against a protected order on another marketplace displaying an inferior price, the marketplace participant must notify

(a) the marketplace that may be experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment; and

(b) all regulation services providers.

6.5. Locked or Crossed Orders

A marketplace participant shall not intentionally lock or cross a particular marketplace or the market as a whole by

(a) entering on a marketplace a bid at a price that is the same as or higher than the best protected offer; or

(b) entering on a marketplace an offer at a price that is the same as or lower than the best protected bid.

6.6. Trading Hours

Each marketplace shall set the hours of trading to be observed by marketplace participants.

6.7. Anti-Avoidance

No person shall route an order to an exchange, quotation and trade reporting system or alternative trading system that does not carry on business in Canada in order to avoid executing against better-priced orders on a marketplace.”.

5. Paragraph (c) of section 7.2 of the Regulation is replaced with the following:

“(c) that the recognized exchange will transmit to the regulation services provider the information required by Part 11 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and any other information the regulation services provider considers necessary for the regulation services provider to effectively monitor the conduct of marketplace participants, and if applicable, the recognized exchange; and”.

6. Paragraph (c) of section 7.4 of the Regulation is replaced with the following:

“(c) that the recognized quotation and trade reporting system will transmit to the regulation services provider the information required by Part 11 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and any other information the regulation services provider considers necessary for the regulation services provider to effectively monitor the conduct of marketplace participants, and if applicable, the recognized quotation and trade reporting system; and”.

7. Section 7.5 of the Regulation is amended by replacing the words “under this Part” with the words “under Parts 7 and 8”.

8. Paragraph (d) of section 8.3 of the Regulation is replaced with the following:

“(d) that the ATS will transmit to the regulation services provider the information required by Part 11 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and any other information the regulation services provider considers necessary for the regulation services provider to effectively monitor the conduct of ATSS and marketplace participants; and”.

9. Section 9.3 of the Regulation is amended by replacing the words “IDA Policy No. 5 Code of Conduct for IDA Member Firms Trading in Domestic Debt Markets” with the words “IIROC Rule 2800 Code of Conduct for Corporation Dealer Member Firms Trading in Wholesale Domestic Debt Markets”.

10. This Regulation comes into force on *(indicate the date of coming into force of this Regulation)*.

AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

1. Section 1.1 of *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* is amended by replacing the words “Regulation 23-101 Respecting Trading Rules” with the words “*Regulation 23-101 respecting Trading Rules*”.

2. The title of Part 2 of the Policy Statement is replaced with the following:

“**APPLICATION AND DEFINITIONS**”.

3. The Policy Statement is amended by adding, after section 2.1, the following:

“2.2. Definition of Automated Functionality

Section 1.1 of the Regulation includes a definition of “automated functionality” which is the ability to: (1) act on an incoming order; (2) respond to the sender of an order; and (3) update the order by disseminating information to an information processor or information vendor. Automated functionality allows for an incoming order to execute immediately and automatically up to the displayed size and for any unexecuted portion of such incoming order to be cancelled immediately and automatically without being booked or routed elsewhere. Automated functionality involves no human discretion in determining the action taken with respect to an order after the time the order is received. A marketplace with this functionality should have appropriate systems and policies and procedures relating to the handling of fill-or-kill orders.”.

2.3. Definition of Calculated Price Order

The definition of “calculated price order” refers to any order where the price is not known at the time of order entry and is based on, but not necessarily equal to, the price of an exchange-traded security at the time of execution. This includes the following orders:

(a) a call market order – where the price of a trade is calculated by the trading system of a marketplace at a time designated by the marketplace;

(b) an opening order – where each marketplace may establish its own formula for the determination of opening prices;

(c) a closing order – where execution occurs at the closing price on a particular marketplace, but at the time of order entry, the price is not known;

(d) a volume-weighted average price order – where the price of a trade is determined by a formula that measures average price on one or more marketplaces; and

(e) a basis order – where the price is based on prices achieved in one or more derivative transactions on a marketplace. To qualify as a basis order, this order must be approved by a regulation services provider.

2.4. Definition of Inter-Market Sweep Order

An inter-market sweep order must be marked to inform the receiving marketplace that it can be immediately executed without reference to better-priced orders displayed by other marketplaces. It may be marked “ISO” by a marketplace or a marketplace participant. The definition allows for simultaneous routing of more than one inter-market sweep order in order to execute against the best protected bid or best protected offer and any inferior-priced orders. In addition, marketplace participants may send a single inter-market sweep order to execute against the best protected bid or best protected offer.

2.5. Definition of Non-Standard Order

The definition of “non-standard order” refers to an order for the purchase or sale of a security that is subject to terms or conditions relating to settlement that have not been set by the marketplace on which the security is listed or quoted. A marketplace participant, however, may not add a special settlement term or condition to an order solely for the purpose that the order becomes a non-standard order under the definition.

2.6. Definition of Protected Order

(1) A protected order is defined to be a “protected bid or protected offer”. A “protected bid” or “protected offer” is an order to buy or sell an exchange-traded security, other than a derivative, that is displayed on a marketplace with automated functionality and about which information is provided to an information processor or an information vendor, as applicable, pursuant to Part 7 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*. The term “displayed on a marketplace” refers to the information about total disclosed volume on a marketplace. Volumes that are not disclosed or that are “reserve” or hidden volumes are not considered to be “displayed on a marketplace”. The order must be provided in a way that enables other marketplaces and marketplace participants to readily access the information and integrate it into their systems or order routers.

(2) Subsection 5.1(3) of *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* does not consider orders that are not immediately executable or that have special terms as “orders” that are required to be provided to an information processor or information vendor under Part 7 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*. As a result, these orders are not considered to be “protected orders” under the definition in the Regulation and do not receive trade-through protection. However, those executing against these types of orders are required to execute against all better-priced orders first. In addition, when entering a “special terms order” on a marketplace, if it can be executed against existing orders despite the special term, then the trade-through obligation applies.”.

4. The Policy Statement is amended by adding, after section 4.1, the following:

“4.2. Reporting Requirements Applicable to Dealers

Section 4.4 of the Regulation requires disclosure of the order routing practices of dealers that route orders for clients. As dealers owe a duty of best execution to their clients, dealers should review their order routing practices periodically to assure they are meeting this responsibility. It is expected that the information required by section 4.4 of the Regulation will bring transparency to this process and provide clients with the opportunity to monitor a dealer’s order routing activity. On request by a client, a dealer is required to disclose where an individual client’s orders were routed.”.

5. Part 6 of the Policy Statement is replaced with the following:

“PART 6 TRADE-THROUGH PROTECTION

6.1. Trade-through Protection

(1) Subsection 6.1(1) of the Regulation requires a marketplace to establish, maintain and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs by orders entered on that marketplace. A marketplace may implement this requirement in various ways. For example, the policies and procedures of a marketplace may reasonably prevent trade-throughs via the design of the marketplace’s trade execution algorithms (by not allowing a trade-through to occur), or by establishing direct linkages to other marketplaces. Marketplaces are not able to avoid their obligations by establishing policies and procedures that instead require marketplace participants to take steps to reasonably prevent trade-throughs.

(2) It is the responsibility of marketplaces to regularly review and monitor the effectiveness of their policies and procedures and take prompt steps to remedy any deficiencies in reasonably preventing trade-throughs and complying with subsection 6.1(2) of the Regulation. In general, it is expected that marketplaces maintain relevant information so that the effectiveness of its policies and procedures can be adequately evaluated by regulatory authorities.

(3) In certain circumstances, a marketplace participant should create policies and procedures and should maintain relevant information to track routing decisions. For example, if a marketplace participant regularly uses an inter-market sweep order or has a process for routing orders if a marketplace experiences a systems failure, it should maintain policies and procedures outlining when it is appropriate to use that order type or outlining its routing choices, respectively. If a marketplace participant regularly uses inter-market sweep orders or is sending an order to a marketplace that may be experiencing systems issues, it may also be appropriate for the marketplace participant to maintain relevant information so that compliance with Part 6 of the Regulation can be adequately evaluated by regulatory authorities.

(4) As part of the policies and procedures required in subsection 6.1(1) of the Regulation, a marketplace is expected to include a discussion of their automated functionality and how they will handle potential delayed responses as a result of an equipment or systems failure or malfunction experienced by another marketplace.

(5) Trade-through protection applies whenever two or more marketplaces with displayed protected orders are open for trading. Some marketplaces provide a trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. In these circumstances, under paragraph 6.2(e), a marketplace would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of orders on another marketplace.

6.2. List of Trade-throughs

Section 6.2 of the Regulation sets forth a list of “permitted” trade-throughs that are primarily designed to achieve workable trade-through protection and to facilitate certain trading strategies and order types that are useful to investors.

(a) (i) Paragraph 6.2(a) of the Regulation would apply where there are reasonable grounds to believe that a marketplace is experiencing a failure or malfunction of its systems or equipment as well as any material delay (systems issues). If a marketplace repeatedly fails to respond immediately after receipt of an order, this would constitute a material delay. This is intended to provide marketplaces with flexibility when dealing with another marketplace that is experiencing systems problems (either of a temporary nature or a longer term systems issue).

(ii) The marketplace that is experiencing systems issues is responsible for informing all other marketplaces, its marketplace participants and regulation services providers when the failure, malfunction or delay occurs. However, if a marketplace fails repeatedly to provide an immediate response to orders received and no notification has been issued by that marketplace that it is experiencing systems issues, the routing marketplace or a marketplace participant that has reasonable grounds to believe that the marketplace is having systems issues may nevertheless rely on paragraph 6.2(a). This reliance must be done in accordance with policies and procedures that outline processes for dealing with potential delays in responses by a marketplace and documenting the basis of its belief. If, in response to the notification by the routing marketplace or a marketplace participant, the marketplace confirms that it is not actually experiencing systems issues, the routing marketplace or marketplace participant may no longer rely on paragraph 6.2(a).

(b) Paragraphs 6.2(b) and 6.2(c) of the Regulation contemplate that a marketplace would immediately execute any order identified as an inter-market sweep order. A marketplace that receives an inter-market sweep order would not need to delay its execution

to ensure the execution of better-priced orders at other marketplaces. A marketplace participant may send an inter-market sweep order to a marketplace for execution.

(c) Paragraph 6.2(d) of the Regulation allows for a transaction if the marketplace displaying the best price that was traded through had displayed, immediately prior to execution of the trade-through, an order with a price that was equal or inferior to the price of the trade-through transaction. The inclusion of “flickering orders” in paragraph 6.2(d) provides some relief due to rapidly moving markets.

(d) The basis for the inclusion of calculated price orders, non-standard orders and closing price orders in paragraph 6.2(e) of the Regulation is that these orders have certain unique characteristics that distinguish them from other orders. The characteristics of the orders relate to price (calculated price orders and closing price orders) and non-standard settlement terms (non-standard orders) that are not set by an exchange or a quotation and trade reporting system.

(e) Paragraph 6.2(f) of the Regulation includes a transaction that occurred when there is a crossed market in the exchange-traded security. Without this allowance, no marketplace could execute transactions in a crossed market because it would constitute a trade-through. With trade-through protection only applying to displayed orders or parts of orders, hidden or reserve orders will remain in the book after all displayed orders are executed. Consequently, crossed markets may occur. Intentionally crossing the market to take advantage of this paragraph would be a violation of section 6.5 of the Regulation.

6.3. Locked and Crossed Markets

Section 6.5 of the Regulation provides that a marketplace participant cannot intentionally lock or cross a market by entering a bid at a price that is the same as or higher than the best protected offer or entering an offer at a price that is the same as or lower than the best protected bid. This section is meant to capture the situation where a marketplace participant enters an order to lock or cross a marketplace or the market as a whole (for example, to take advantage of rebates offered by a particular marketplace instead of executing against already existing orders). It is not intended to prohibit the use of marketable limit orders. Paragraph 6.2(f) allows for the resolution of crossed markets that occur unintentionally.

6.4. Anti-Avoidance Provision

Section 6.7 of the Regulation prohibits a person from routing an order to an exchange, quotation and trade reporting system or alternative trading system that does not carry on business in Canada in order to avoid executing against better-priced orders on a marketplace in Canada. The intention of this section is to prevent the routing of orders to foreign marketplaces only for the purpose of avoiding the trade-through regime in Canada.”.

6. Section 7.3 of the Policy Statement is amended by replacing “IDA Policy No. 5 Code of Conduct for IDA Member Firms Trading in Domestic Debt Markets” with “IIROC Rule 2800 Code of Conduct for Corporation Dealer Member Firms Trading in Wholesale Domestic Debt Markets”.

7. Section 7.4 of the Policy Statement is amended by adding, in the French text and after the word “titres”, the words “d’emprunt”.

8. The Policy Statement is amended by adding, after section 7.4, the following:

“7.5. Coordination of Monitoring and Enforcement

(1) Section 7.5 of the Regulation requires regulation services providers, recognized exchanges and recognized quotation and trade reporting systems to enter into a written agreement whereby they coordinate the enforcement of the requirements set under Parts 7 and 8. This coordination may include having regulation services providers monitor trading on all

marketplaces that have retained them and reporting to a recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or securities regulatory authority if a marketplace is not meeting the terms of its own rules or policies and procedures. This monitoring includes monitoring clock synchronization, the inclusion of specific designations, symbols and identifiers, and audit trail requirements. If a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system has retained a regulation services provider, the agreement to coordinate required in section 7.5 of the Regulation should be reflected in the agreement referred to in section 7.2 or section 7.4 respectively. If a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system has not retained a regulation services provider, it is still required to coordinate with any regulation services provider and other exchanges or quotation and trade reporting systems that trade the same securities.

(2) Currently, only IIROC is the regulation services provider for both exchange-traded and unlisted debt securities. If more than one regulation services provider regulates marketplaces trading a particular type of security, these regulation services providers must coordinate monitoring and enforcement of the requirements set.”.