7.

Bourses, chambres de compensation, organismes d'autoréglementation et autres entités réglementées

7.1 Avis et communiqués
7.2 Réglementation de l'Autorité
7.3 Réglementation des bourses, des chambres de compensation, des OAR et d'autres entités réglementées
7.4 Autres consultations
7.5 Autres décisions

7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

Aucune information.

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. 11°, 26°, 32° et 34°; a. 331.2)

Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés

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 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés.*

Vous trouverez également ci-dessous, le projet de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés.*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit avant le **8 juillet 2011**, en s'adressant à :

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

Renseignements additionnels

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

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

Élaine Lanouette
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4356
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
elaine.lanouette@lautorite.qc.ca

Le 8 avril 2011

Avis de consultation

Projet de *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés*

I. INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation le projet de *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* (le « projet de règlement ») et le projet d'*Instruction générale relative au Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* (le « projet d'instruction générale »). Le projet de règlement introduit des dispositions régissant les activités de négociation électronique des participants au marché et de leurs clients. Il introduit en outre des obligations précises en ce qui concerne l'accès électronique direct[1]. L'accès électronique direct ne comprend pas les opérations effectuées par les clients individuels qui accèdent à leurs comptes par Internet.

Le projet de règlement prévoit également un régime d'encadrement de l'accès électronique direct.

Le personnel des ACVM a travaillé à l'élaboration du projet de règlement en étroite collaboration avec celui de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), qui a partagé ses connaissances et son expertise sur nombre des problématiques entourant la négociation électronique. Nous le remercions de son précieux apport.

II. MISE EN CONTEXTE

1. Évolution du marché canadien

Le marché canadien des titres de capitaux propres, où toutes les négociations s'effectuaient auparavant au même endroit, a changé considérablement ces dernières années avec la multiplication des marchés, les mêmes titres se négociant désormais à la fois sur les bourses et sur les systèmes de négociation parallèles (SNP). Au fil des transformations qu'ont connues les marchés, la technologie a également évolué, accroissant la rapidité, le volume et la complexité des opérations.

Au Canada, la négociation électronique a cours depuis de nombreuses années. La Bourse de Toronto a été l'une des premières bourses entièrement électroniques du monde. Ces dernières années, l'utilisation de la technologie s'est répandue et l'apparition de nouveaux marchés a obligé les marchés en place à en repousser les limites afin d'accroître la rapidité, l'efficience et l'efficacité d'exécution des stratégies de négociation. Les participants ont également recours à des stratégies et à des algorithmes de plus en plus complexes exigeant d'eux, ainsi que des autorités de règlementation, des fournisseurs et des marchés, des investissements toujours plus importants dans les technologies et les capacités.

En outre, la technologie a permis aux participants au marché de donner plus facilement accès aux marchés à leurs clients. Par exemple, l'accès électronique direct a permis aux clients d'utiliser leurs propres systèmes ou algorithmes pour envoyer directement leurs ordres au marché de leur choix. Dans certains cas, les ordres transitent par les systèmes d'un courtier appliquant des contrôles pré-opérations, tandis que dans d'autres, les ordres ne passent pas par ces systèmes et aucun contrôle n'est appliqué. Les clients avec accès électronique direct sont habituellement de grands investisseurs institutionnels

[1] L'article 1 du projet de règlement définit l'« accès électronique direct » comme « l'accès à un marché, fourni au client d'un courtier participant, par lequel le client transmet, directement ou indirectement, des ordres aux systèmes d'exécution du marché en se servant de l'identificateur participant au marché du courtier participant sans que celui-ci ressaisisse ou gère autrement les ordres ».

assujettis à des obligations réglementaires particulières. Toutefois, ils peuvent aussi être des clients individuels expérimentés disposant de ressources leur permettant de gérer l'accès électronique direct conformément aux normes établies par un courtier participant[2].

Des événements ayant marqué le marché, comme le « krach éclair » du 6 mai 2010, illustrent que la rapidité et la complexité de la négociation exigent de porter une attention accrue aux contrôles destinés à limiter les risques que présentent ces changements technologiques. Les autorités de réglementation du monde entier travaillent actuellement à l'évaluation des risques liés à la négociation électronique, y compris à l'accès électronique direct, et à l'instauration de mesures d'encadrement visant à les minimiser (se reporter à la partie III.4 ci-dessous).

2. Risques liés à la négociation électronique

Comme nous le mentionnions, la structure du marché canadien a connu une évolution très rapide. Le recours à des technologies et à des stratégies complexes étant de plus en plus répandu, notamment les stratégies de négociation à haute fréquence, les risques auxquels est exposé le marché se sont multipliés. Ces risques sont présentés ci-dessous.

i) Risque de responsabilité

Le risque de responsabilité a trait au risque que court le marché lorsqu'il n'y a pas de certitude quant à la partie qui assumera la responsabilité finale des pertes financières, des infractions à la réglementation ou de la perturbation du marché causées par la négociation électronique. Les participants au marché ont indiqué que c'est parfois le cas pour les opérations effectuées au moyen de l'accès électronique direct.

Plus la négociation électronique gagne en vitesse, plus les risques que des problèmes engageant la responsabilité augmentent. Par exemple, les défaillances de systèmes ou l'exécution d'opérations erronées peuvent causer des pertes ou donner à des parties l'occasion de manipuler le marché par l'accès électronique direct. Il est nécessaire d'établir clairement quelle partie aura la responsabilité de veiller au contrôle et à la surveillance appropriés et efficaces de ces risques.

ii) Risque de crédit

Le risque de crédit est le risque qu'un participant au marché, plus particulièrement un courtier, soit tenu financièrement responsable d'opérations qui excèdent sa capacité financière ainsi que le risque systémique général pouvant découler de l'incapacité du courtier de combler ses pertes financières.

La rapidité avec laquelle les participants au marché ou les clients avec accès électronique direct saisissent les ordres accroît les risques qu'en l'absence de contrôles, les opérations excèdent les plafonds de crédit ou les plafonds financiers. Une telle situation peut se produire lorsque des participants au marché ou des clients ne sont pas en mesure de suivre les ordres saisis ou que des ordres erronés sont saisis et exécutés parce que les procédures de contrôle qui pourraient les bloquer sont inadéquates ou inexistantes. Lorsque le manquement d'un courtier a des répercussions sur l'ensemble du marché, il peut en résulter un risque systémique.

iii) Risque d'atteinte à l'intégrité du marché

Le risque d'atteinte à l'intégrité du marché s'entend du risque qu'un manquement aux exigences des marchés et obligations réglementaires nuise à l'intégrité du marché et mine la confiance envers ce dernier.

L'absence de contrôles électroniques appropriés accroît le risque d'infraction aux obligations réglementaires dans un contexte où la surveillance ne peut

[2] L'article 1 du projet de règlement définit le « courtier participant » comme « un participant au marché qui est courtier en placement ».

s'exercer par le traitement manuel des opérations, ce qui aurait une incidence sur la volonté des investisseurs à participer au marché canadien.

iv) Risque lié à la subdélégation

Le risque lié à la subdélégation a trait au risque inhérent au transfert, par un client avec accès électronique direct, de l'usage de l'identificateur participant au marché du courtier à une autre entité (le subdélégataire). Les principaux risques liés à cette pratique se rapportent à la capacité du participant au marché à gérer les risques auxquels il s'expose en procurant l'accès électronique direct à un client donné. Ce risque peut découler du manque de mesures de contrôle servant à identifier l'initiateur de l'ordre, de l'incapacité de s'assurer de l'aptitude du subdélégataire à utiliser l'accès électronique direct ou de l'incapacité de poursuivre le client dans un territoire qui n'échange pas d'information. L'insuffisance des mesures de contrôle à l'égard d'un subdélégataire pourrait porter préjudice au courtier participant ou nuire à l'intégrité du marché.

v) Risques liés aux technologies ou aux systèmes

Les risques liés aux technologies ou aux systèmes concernent la défaillance possible des systèmes ou des technologies et ses répercussions. Le risque découle du degré élevé de connectivité et de la rapidité des communications entre les systèmes des marchés, de leurs participants et des clients avec accès électronique direct que nécessite la négociation électronique. Ces interconnexions et la rapidité d'opérations soulèvent des craintes quant aux conséquences imprévues et étendues que peut entraîner la négociation dans un tel environnement. Les problèmes éventuels peuvent résulter de défaillances dans les systèmes des marchés, des fournisseurs ou des clients, de capacités insuffisantes, d'erreurs dans la programmation des algorithmes ou d'ordres erronés. De plus, les défaillances technologiques ou des systèmes qui ont une incidence sur la capacité des investisseurs d'effectuer des opérations ou sur le prix d'exécution qu'ils obtiennent entraînent le risque que des opérations soient annulées ou modifiées, ce qui minerait la confiance des investisseurs à l'égard du marché. Les investisseurs, particulièrement les clients avec accès électronique direct, pourraient être ainsi amenés à effectuer leurs opérations dans d'autres pays.

vi) Risque d'arbitrage réglementaire

Le risque d'arbitrage réglementaire se manifeste lorsque des règles relatives à la négociation électronique et à l'accès électronique au Canada ne correspondent pas aux normes internationales, en particulier aux règles connexes de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis (parce qu'elles sont plus restrictives ou permissives). Si les règles canadiennes sont trop contraignantes, les flux d'ordres peuvent se déplacer vers d'autres territoires où elles le sont moins. Si, par contre, elles sont trop conciliantes, ceux qui souhaitent contourner des règles étrangères peuvent effectuer leurs opérations au Canada, ce qui accroîtra le risque pour le marché canadien.

3. Obligations réglementaires actuelles

À l'heure actuelle, aucune règle ne s'applique expressément à la négociation électronique. Les marchés sont tenus à des obligations relatives aux systèmes[3] et les courtiers, à des obligations générales imposées par l'OCRCVM en ce qui concerne les plans de continuité des activités et à l'obligation, prévue par le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*, de gérer les risques inhérents à leur activité[4]. Les

[3] La partie 12 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») prévoit que les marchés sont tenus, pour chacun de leurs 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 des marchés, de surveiller et de soumettre les systèmes à des tests pour déterminer leur capacité, d'examiner la vulnérabilité de ces systèmes face aux menaces, d'élaborer des plans de continuité des activités, de faire effectuer annuellement un examen indépendant des systèmes et de nous aviser rapidement de tout défaut de fonctionnement important touchant les systèmes.

[4] Le paragraphe *b* de l'article 11.1 du Règlement 31-103 oblige les sociétés inscrites à établir, maintenir et appliquer des politiques et des procédures instaurant un système de contrôles et de supervision capable de gérer les risques liés à leur activité conformément aux pratiques commerciales prudentes.

seules règles en vigueur qui concernent l'accès des clients à la négociation sont les règles et politiques traitant précisément de l'accès électronique direct en vigueur sur les marchés. Ces règles visent principalement à prévoir quels clients y sont admissibles (ci-après, la « liste des clients admissibles »), à exiger la conclusion d'une entente écrite entre le courtier et le client avec accès électronique direct, à prévoir certaines des clauses devant y figurer et à énoncer certaines obligations relatives aux systèmes en matière d'accès direct électronique. Elles varient selon les marchés et aucune norme n'est appliquée uniformément.

III. DESCRIPTION DU PROJET DE RÈGLEMENT

En raison des risques accrus auxquels est exposé le marché canadien, décrits ci-dessus, les ACVM estiment qu'il est nécessaire de mettre sur pied un régime d'encadrement visant à ce que les participants au marché et les marchés gèrent les risques liés à l'utilisation généralisée de la négociation électronique, y compris la négociation à haute fréquence[5]. De ce constat est né le projet de règlement, exposé en détail ci-dessous, qui comprend des obligations en matière d'accès électronique direct.

Les ACVM ont cerné antérieurement les problématiques entourant l'accès électronique direct. En 2007, elles ont publié pour consultation des modifications au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») qui traitaient en partie de questions relatives à l'accès direct au marché (le « projet de modification de 2007 »). Le projet de modification de 2007 visait entre autres à clarifier les obligations des marchés, des courtiers et des participants parrainés par un courtier dans le cadre de l'octroi de l'accès électronique direct et prévoyait de nouvelles obligations, notamment celle pour les participants parrainés par un courtier de suivre une formation. Ces modifications n'ont pas connu de suite, mais les commentaires reçus ont été étudiés et sont résumés à l'Annexe A du présent avis. Nous remercions tous les intervenants de leur participation.

Nous proposons d'introduire un nouveau règlement pancanadien qui étendrait la portée du projet de modification de 2007 à la négociation électronique en général et à l'accès électronique direct en particulier. Nous estimons qu'en raison de sa portée étendue, le projet de règlement traitera de façon plus efficace les sujets de préoccupation liés à la négociation électronique exposés ci-dessous.

Outre l'étude des commentaires reçus, l'élaboration du projet de règlement a été l'occasion de rencontres entre le personnel des ACVM et de nombreux marchés, participants au marché et fournisseurs de services qui lui ont permis de mieux comprendre le paysage actuel de l'accès électronique direct et les problématiques entourant la négociation électronique. Le personnel a posé des questions sur un éventail de sujets, notamment le filtrage des clients, les formes de surveillance des opérations utilisées, l'utilisation de systèmes automatisés de production d'ordres et le recours à la subdélégation. Les renseignements recueillis nous ont aidés à nous former une idée de la façon de traiter les risques liés à la négociation électronique et, en particulier, à l'accès électronique direct. Nous souhaitons remercier tous les intervenants qui ont participé à ces rencontres.

1. Obligations des participants au marché

Le projet de règlement imposerait des obligations aux participants au marché[6] qui accèdent aux marchés (bourses et SNP) par voie électronique. Ces obligations visent à ce que les participants au marché soient dotés des politiques, procédures et contrôles appropriés pour éviter ou gérer les risques décrits ci-dessus. Les obligations s'appliquent à toutes les opérations effectuées par voie électronique par le participant au marché ou par un

---

[5] Le projet de règlement traite de certains des risques de la négociation à haute fréquence. D'autres questions, dont l'incidence des stratégies de négociation à haute fréquence sur le marché, sont à l'étude dans certains territoires membres des ACVM.

[6] L'article 1.1 du Règlement 21-101 définit le « participant au marché » comme un membre d'une bourse, un utilisateur d'un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou un adhérent d'un SNP ».

client avec accès électronique direct qui saisit des ordres en se servant d'un identificateur participant au marché.

i) Contrôles, politiques et procédures du participant au marché

Le projet de règlement obligerait le participant au marché à établir, maintenir et faire respecter des contrôles, des politiques et des procédures de gestion des risques et de surveillance appropriés et conçus pour gérer les risques financiers, réglementaires et autres qui sont associés à l'accès au marché ou à l'octroi de l'accès électronique direct à des clients[7].

Le participant au marché qui établit des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance a les obligations suivantes :

- il veille à ce que le flux d'ordres soit surveillé, notamment grâce à des contrôles automatisés avant les opérations et à une surveillance régulière après les opérations qui limitent systématiquement le risque financier et assurent le respect des exigences des marchés et obligations réglementaires[8];

- il en conserve le contrôle direct et exclusif[9];

- il évalue et documente régulièrement leur convenance et leur efficacité[10].

Les politiques et procédures doivent être mises par écrit et les contrôles, qui devraient être électroniques, faire l'objet d'une description écrite documentée par le participant au marché[11].

Ces obligations s'appliqueraient à l'ensemble de la négociation électronique, y compris à l'accès électronique direct, et auraient pour effet que tous les ordres dont le participant au marché est responsable soient assujettis à des politiques, à des procédures et à des contrôles. Nous les proposons parce que nous sommes d'avis que les risques liés à la négociation électronique par l'accès électronique direct sont également présents lorsque le participant au marché saisit les ordres par voie électronique. Elles limiteraient les risques financiers, réglementaires et autres associés aux activités de négociation électronique tant des clients que des courtiers.

Le projet de règlement présente un certain nombre de contrôles précis dont doit se doter le participant au marché. Il exigerait expressément que les contrôles ou les exigences remplissent les conditions suivantes :

- empêcher la saisie d'ordres qui excèdent les seuils appropriés de crédit ou de capital préétablis;

- empêcher la saisie d'ordres erronés selon les paramètres de cours ou de taille établis;

- assurer le respect des exigences des marchés et obligations réglementaires avant et après les opérations;

- limiter la saisie des ordres aux titres qu'un participant au marché ou un client avec accès électronique direct donné est autorisé à négocier;

- limiter l'accès à la négociation aux seules personnes autorisées par le participant au marché;

---

7 Sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 du projet d'article 3.
8 Paragraphes 2 et 3 du projet d'article 3.
9 Paragraphe 4 du projet d'article 3.
10 Paragraphe 6 du projet d'article 3.
11 Sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 du projet d'article 3.

- garantir au personnel responsable de la conformité du participant au marché la réception immédiate de l'information sur les ordres et les opérations;

- permettre au participant au marché d'arrêter ou d'annuler immédiatement un ou plusieurs ordres que lui-même ou le client avec accès électronique direct a saisis;

- permettre au participant au marché de suspendre ou d'annuler immédiatement l'accès électronique direct de tout client avec accès électronique direct;

- avoir pour effet que la saisie des ordres ne nuit pas au bon ordre et à l'équité des marchés[12].

Nous signalons qu'en vertu du projet de règlement, le participant au marché pourrait recourir aux technologies d'un tiers pour établir ses contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, pourvu que le tiers en question soit indépendant de tout client avec accès électronique direct du participant au marché et que le participant au marché conserve la gestion directe et exclusive des contrôles, politiques et procédures, notamment de l'établissement et du réglage des limites des filtres.

ii) Attribution du contrôle sur les contrôles, politiques et procédures

En vertu du projet de règlement, le participant au marché devrait conserver le contrôle direct et exclusif sur ses contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance[13]. Toutefois, dans certains cas précis, nous proposons de permettre au courtier participant d'attribuer, dans la mesure du raisonnable, le contrôle sur les contrôles, politiques et procédures qu'il détermine à un autre courtier en placement qui achemine des ordres au participant au marché[14]. Cette latitude vise les cas où le courtier en placement se trouve mieux placé pour gérer les risques liés à ses opérations en raison de sa proximité avec les clients et de sa connaissance des clients. De plus, il est davantage en mesure de s'acquitter de certaines obligations, comme la convenance au client et la connaissance du client. L'attribution du contrôle fait l'objet d'une entente écrite et d'une évaluation approfondie et continue, par le courtier participant, visant l'efficacité des contrôles, politiques et procédures du courtier en placement. Cependant, elle ne saurait dégager le courtier participant des obligations générales qui lui incombent en vertu du projet de règlement.

iii) Utilisation de systèmes automatisés de production d'ordres

Le projet de règlement imposerait des obligations en matière d'utilisation des systèmes automatisés de production d'ordres[15]. Un système automatisé de production d'ordre est défini comme « tout système utilisé par un participant au marché ou par un client d'un participant au marché afin de produire automatiquement des ordres selon des paramètres préétablis » [16]. En particulier, le projet de règlement exigerait que, dans l'application de ses contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, le participant au marché ait les connaissances et la compréhension nécessaires au sujet des systèmes automatisés de production d'ordres que lui-même ou les clients utilisent. Nous reconnaissons qu'une grande partie de l'information détaillée concernant les systèmes automatisés de production d'ordres du client peut être considérée comme privée et de nature exclusive. Toutefois, l'obligation proposée vise à faire en sorte que le participant au marché dispose de suffisamment d'information pour relever et gérer les risques qu'ils présentent pour lui. Les systèmes automatisés de production d'ordres du participant au marché ou de son client avec accès électronique direct devraient également être soumis,

---

12 Paragraphe 3 du projet d'article 3.
13 Paragraphe 4 du projet d'article 3.
14 Projet d'article 4.
15 Projet d'article 5.
16 Projet d'article 1.

avant leur utilisation et de façon régulière, à des tests conformes aux pratiques commerciales prudentes.

De même, le projet de règlement exigerait que les contrôles permettent au participant au marché d'empêcher immédiatement que les ordres produits atteignent un marché[17]. Il est important de prévoir cette obligation pour que les participants au marché soient en mesure de désactiver un algorithme ou un système automatisé de production d'ordres qui envoie des ordres erronés pouvant nuire au bon ordre et à l'équité des marchés.

2. Obligations expressément applicables à l'accès électronique direct

Le projet de règlement encadrerait l'octroi de l'accès électronique direct. Les ACVM estiment qu'il est important d'instaurer dans l'ensemble du marché un régime uniforme s'appliquant à tous les participants au marché qui encadrerait l'octroi et l'utilisation de l'accès électronique direct afin que les risques soient gérés de façon adéquate. De plus, la mise en œuvre d'un régime uniforme réduit le risque d'arbitrage entre les courtiers participants qui octroient l'accès électronique direct ainsi qu'entre les marchés dont les normes ou les exigences diffèrent.

Notre position s'appuie sur le principe voulant que les participants au marché, y compris les courtiers participants, sont responsables de tous les ordres portant leur identificateur participant au marché qui sont saisis sur un marché. Le courtier participant qui choisit de fournir son numéro à un client a la responsabilité de veiller à ce que les risques en découlant soient gérés adéquatement. À cette fin, il doit évaluer sa propre tolérance au risque et élaborer des politiques, des procédures et des contrôles visant à réduire les risques auxquels il s'expose. Il devrait en outre établir des normes minimales appropriées, évaluer les besoins de formation et veiller à ce que chaque candidat à l'accès électronique direct fasse l'objet d'un contrôle diligent.

i) Octroi de l'accès électronique direct

Pour gérer les risques liés à l'accès électronique direct, les courtiers participants doivent notamment exercer un contrôle diligent à l'égard des clients à qui ils octroient ce type d'accès. Le contrôle diligent est un moyen de défense essentiel dans la gestion de bon nombre des risques exposés ci-dessus, et nécessite un examen approfondi des clients susceptibles d'accéder aux marchés sous un identificateur participant au marché. Le projet de règlement prévoit que seul le courtier participant, défini comme un participant au marché qui est courtier en placement, peut octroyer l'accès électronique direct[18]. La raison en est que, selon nous, cette activité entraîne l'obligation d'inscription prévue par la législation en valeurs mobilières.

En vertu du projet de règlement, l'accès électronique direct ne peut être fourni qu'à une personne inscrite qui est courtier participant (c'est-à-dire un participant au marché qui est un courtier en placement inscrit et membre de l'OCRCVM) ou un gestionnaire de portefeuille. Nous proposons de faire en sorte que le courtier sur le marché dispensé ne puisse agir en qualité de client avec accès électronique direct étant donné que, selon nous, le courtier souhaitant obtenir l'accès électronique direct ne devrait pas avoir la possibilité de se soustraire aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) et devrait être membre de l'OCRCVM. Autrement dit, cette exclusion préviendrait l'arbitrage réglementaire. Elle n'empêcherait pas le courtier qui n'est pas courtier participant d'acheminer des ordres à un courtier exécutant, mais lui interdirait seulement l'accès électronique direct. **Nous invitons les intéressés à faire part de leur opinion sur cette question en particulier.**

Nous n'avons pas proposé expressément d'exclure les personnes physiques des candidats possibles à l'accès électronique direct. Nous estimons que les investisseurs individuels ne devraient pas se servir de l'accès électronique direct mais plutôt acheminer leurs ordres par l'entremise de comptes d'exécution d'ordre offerts par des courtiers

[17] Sous-paragraphe *c* du paragraphe 2 du projet d'article 5

[18] Paragraphe 1 du projet d'article 6.

exécutants et assujettis aux exigences en matière de surveillance prévues expressément par les règles des courtiers membres de l'OCRCVM[19]. Ceci dit, il arrive parfois que des investisseurs individuels possèdent des connaissances poussées et aient accès à des technologies permettant l'accès électronique direct (d'anciens négociateurs inscrits ou opérateurs en bourse, par exemple). Dans ces cas, nous nous attendons à ce que le courtier participant octroyant l'accès électronique direct fixe des normes suffisamment élevées pour ne pas s'exposer à un risque excessif. Il pourrait être approprié de fixer des normes plus strictes que celles s'appliquant aux investisseurs institutionnels. Toutes les obligations relatives aux contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance s'appliqueraient alors. **Nous sollicitons des commentaires sur la question de savoir si les personnes physiques devraient être autorisées à utiliser l'accès électronique direct ou si cet accès devrait être limité aux investisseurs institutionnels[20] et à un nombre restreint d'autres personnes, par exemple aux anciens négociateurs inscrits ou négociateurs en bourse.**

ii) Obligations applicables aux courtiers participants octroyant l'accès électronique direct

Normes minimales

Le projet de règlement obligerait le courtier participant à fixer des normes appropriées que ses clients devraient respecter avant d'obtenir l'accès électronique direct[21], dont les suivantes :

- le client dispose de ressources financières suffisantes;
- le client possède les connaissances et la compétence nécessaires pour utiliser le système de saisie d'ordres;
- le client connaît toutes les exigences des marchés et obligations réglementaires et a la capacité de s'y conformer;
- le client a pris les dispositions requises pour surveiller la saisie des ordres par l'accès électronique direct[22].

Nous n'avons pas inclus de « liste des clients admissibles » dans le projet de règlement car nous estimons qu'il convient davantage de fixer des normes minimales. Ce point de vue est partagé par d'autres autorités à l'échelle internationale.

Entente écrite

Le projet de règlement exigerait en outre que les courtiers participants concluent une entente écrite avec chaque client avec accès électronique direct[23]. L'entente doit prévoir les obligations et les droits qui suivent :

- le client avec accès électronique direct respecte exigences des marchés et obligations réglementaires;
- le client avec accès électronique direct respecte les limites en matière de produits et de crédit ou les autres limites financières précisées par le courtier participant;
- le client avec accès électronique direct assure la sécurité des moyens technologiques et interdit tout accès non autorisé;

---

19 Règle 3200 des Règles des courtiers membres de l'OCRCVM.

20 Un investisseur institutionnel peut s'entendre notamment d'un « client institutionnel », au sens des règles régissant les courtiers membres de l'OCRCVM, ou d'un « investisseur qualifié », au sens de la législation canadienne en valeurs mobilières.

21 Paragraphe 1 du projet d'article 7.

22 Paragraphe 2 du projet d'article 7.

23 Projet d'article 8.

- le client avec accès électronique direct collabore avec les autorités de réglementation;

- le courtier participant peut refuser, corriger ou annuler des ordres ou cesser d'en accepter;

- s'il contrevient aux normes minimales établies par le courtier participant ou s'attend raisonnablement à ne pas les respecter, le client avec accès électronique direct l'en informe;

- lorsqu'il effectue des opérations pour le compte de ses clients, le client avec accès électronique direct veille à acheminer les ordres de ses clients par ses systèmes;

- lorsqu'il effectue des opérations pour le compte de ses clients, le client avec accès électronique direct veille à ce que ceux-ci respectent les normes établies par le courtier participant et à conclure avec eux une entente écrite.

Il s'agit des obligations minimales qui, selon les ACVM, sont essentielles à l'encadrement de l'octroi de l'accès électronique direct. Les courtiers participants sont libres d'imposer les autres conditions qu'ils jugent nécessaires pour gérer les risques liés à l'accès électronique direct.

Formation des clients avec accès électronique direct

Avant d'octroyer l'accès électronique direct à un client, le courtier participant doit également s'assurer que celui-ci a une connaissance suffisante des exigences des marchés et obligations réglementaires[24]. Lorsqu'il évalue le niveau de connaissances du client, le courtier participant doit déterminer la formation dont celui-ci a besoin pour gérer les risques auxquels le courtier participant et le marché en général sont exposés du fait de l'octroi de l'accès électronique direct.

Contrairement au projet de modification de 2007, nous ne prescrivons pas expressément les cours que doit suivre le candidat à l'accès électronique direct. Nous estimons que, dans le cadre de sa gestion des risques, le courtier participant devrait définir lui-même le niveau de connaissances qu'un client devrait posséder pour obtenir l'accès électronique dans le contexte transactionnel canadien. Cette position est en accord avec le principe selon lequel chaque courtier doit évaluer sa propre tolérance au risque lorsqu'il établit ses normes et ses politiques et procédures en matière d'accès électronique direct.

Identificateurs clients

Pour connaître l'identité du client derrière chaque ordre, le projet de règlement exigerait également l'attribution à chaque client avec accès électronique direct d'un identificateur unique devant être joint à chaque ordre et qui serait conservé pour les besoins de la piste de vérification[25]. Nous nous attendons à ce que le courtier participant collabore avec les différents marchés pour obtenir ces identificateurs et à ce que chaque ordre saisi au moyen de l'accès électronique direct par un client avec accès électronique direct sur un marché contienne cet identificateur. À l'heure actuelle, certains marchés suivent les opérations effectuées par les clients avec accès électronique direct à l'aide d'un tel identificateur. Cette obligation imposerait son utilisation à tous les courtiers participants.

Le projet de règlement obligerait en outre le courtier participant à fournir l'identificateur client unique à tous les fournisseurs de services de réglementation qui surveillent les activités de négociation (actuellement, l'OCRCVM)[26]. L'OCRCVM pourrait

---

[24] Projet d'article 9.
[25] Projet d'article 10.
[26] Sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 du projet d'article 10.

ainsi surveiller plus facilement les opérations effectuées par un client avec accès électronique direct auprès de différents participants et sur plusieurs marchés.

Opérations effectuées par les clients avec accès électronique direct

En vertu du projet de règlement, nous avons limité la capacité du client avec accès électronique direct à effectuer des opérations par l'accès électronique direct. En général, ces clients ne peuvent effectuer des opérations que pour leur propre compte lorsqu'ils utilisent l'accès électronique direct fourni par un courtier participant[27]. Cependant, certains sont autorisés à s'en servir pour effectuer des opérations pour le compte de leurs clients, notamment les courtiers participants, les gestionnaires de portefeuille et les entités analogues qui sont autorisées dans un territoire étranger signataire de l'Accord multilatéral de l'Organisation internationale des commissions de valeurs[28]. Enfin, nous avons proposé que le client avec accès électronique direct ne puisse pas transférer son accès électronique direct à une autre personne[29].

En proposant que certains clients avec accès électronique direct puissent effectuer des opérations pour le compte de leurs clients, nous admettons certains arrangements actuellement en vigueur. Par exemple, les courtiers internationaux utilisent souvent des « concentrateurs » pour regrouper les ordres provenant de diverses filiales avant de les envoyer par l'entremise d'un courtier participant de leur groupe. Le projet de règlement permettrait à des sociétés étrangères du même groupe d'agir comme clients avec accès électronique direct, mais les obligerait à regrouper les ordres des autres sociétés du même groupe et à les acheminer par leurs propres systèmes avant de les envoyer au courtier participant qui les exécute. Nous avons interdit aux sociétés étrangères du même groupe qui ne sont pas des clients avec accès électronique direct d'acheminer des ordres directement au courtier participant, avec lequel elles n'ont aucun contrat ni aucune relation.

Nous avons proposé ces restrictions parce que nous jugeons inapproprié que les clients avec accès électronique direct délèguent leur accès ou permettent à leurs clients de l'utiliser pour envoyer des ordres directement au courtier participant ou au marché. De telles pratiques aggraveraient les risques auxquels est exposé le marché canadien et élargiraient l'accès au marché à des participants qui n'ont aucune incitation ni aucune obligation à se conformer aux obligations réglementaires, aux plafonds financiers ou aux limites en matière de crédit ou de position qui leur sont imposés.

3. Obligations des marchés

Dans le projet de règlement, nous proposons d'imposer aux marchés des obligations concernant la négociation électronique. Bien qu'ils soient déjà assujettis à des obligations relatives aux systèmes[30] en vertu du Règlement 21-101, le projet de règlement leur imposerait les obligations supplémentaires suivantes :

- fournir aux participants au marché un accès raisonnable et immédiat à leur information sur les ordres et les opérations;

- être en mesure d'accepter les identificateurs clients;

- disposer de la capacité et du pouvoir d'annuler en totalité ou en partie l'accès fourni au participant au marché ou au client avec accès électronique direct;

- évaluer et documenter régulièrement leurs besoins en matière de contrôles, de politiques et de procédures de gestion des risques et de surveillance pour garantir le bon ordre et l'équité de la négociation;

---

27 Paragraphe 1 du projet d'article 11.
28 Sous-paragraphe *c* du paragraphe 2 du projet d'article 11.
29 Paragraphe 5 du projet d'article 11.
30 Partie 12 du Règlement 21-101.

- évaluer et documenter régulièrement la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance mis en œuvre;

- empêcher l'exécution des ordres qui excèdent les seuils fixés par le fournisseur de services de réglementation ou par la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui surveille directement la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et applique les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101;

- confirmer le processus d'annulation, de modification ou de correction des opérations clairement erronées.

Les obligations proposées, avec celles prévues par le Règlement 21-101, constitueront un niveau de protection supplémentaire contre les risques découlant de la négociation électronique, y compris de l'accès électronique direct, et renforceront les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance exigés par le participant au marché.

i) Information sur les ordres et les opérations

Le projet de règlement prévoit l'obligation pour les marchés de fournir à leurs participants un accès raisonnable et immédiat à l'information sur leurs ordres et opérations[31]. Nous estimons nécessaire de permettre au participant au marché de s'acquitter de ses obligations d'établissement et de mise en œuvre des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance susmentionnés. Cette obligation fait plus précisément en sorte que le personnel responsable de la conformité du courtier participant obtienne l'information sur les ordres et les opérations des clients avec accès électronique direct dont il a besoin pour surveiller adéquatement les activités de négociation.

ii) Identificateurs clients

Comme il est mentionné ci-dessus, certains marchés exigent actuellement que les ordres provenant des clients avec accès électronique direct soient accompagnés d'un identificateur client unique. Cette obligation normaliserait cette pratique en obligeant tous les marchés, tant les bourses que les SNP, à être en mesure d'accepter ces identificateurs.

iii) Contrôles du marché relatifs à la négociation électronique

Le projet de règlement exigerait des marchés qu'ils possèdent la capacité et le pouvoir d'annuler immédiatement l'accès fourni aux participants au marché ou aux clients avec accès électronique direct[32]. Cette disposition ne vise pas à permettre aux marchés d'annuler l'accès à leur gré sans justification. Ils pourraient recourir à cette mesure dans le cas, par exemple, où ils découvriraient qu'un algorithme envoie des ordres en boucle. Une telle situation mettrait en danger l'intégrité du courtier participant ainsi que le bon ordre et l'équité du marché concerné. Il est important d'inclure une telle disposition afin de permettre au marché d'annuler l'accès si nécessaire pour éviter qu'une telle situation ne nuise davantage à la qualité de la négociation sur ce marché ou ne se propage aux autres marchés.

Le projet de règlement exigerait également des marchés qu'ils évaluent quels contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance sont requis, outre les contrôles exigés par leurs participants. Cette obligation vise à faire en sorte que les marchés ne nuisent pas au bon ordre et à l'équité du marché dans son ensemble[33]. Ces contrôles, politiques et procédures devraient être évalués régulièrement (au moins une fois par année) pour en vérifier la convenance et l'efficacité[34]. Cette obligation vise à ce que le

[31] Projet d'article 12.
[32] Paragraphe 1 du projet d'article 14.
[33] Article 14 du projet d'instruction générale.
[34] Paragraphe 2 du projet d'article 14.

marché ait connaissance des contrôles de gestion des risques et de surveillance exigés par ses participants et évalue la présence de lacunes. Le marché doit corriger les lacunes en imposant de nouvelles règles à ses participants ou en mettant lui-même des contrôles en place.

iv) Seuils appliqués par le marché

Le projet règlement prévoirait également l'obligation pour les marchés d'empêcher l'exécution des ordres qui excèdent certains seuils fixés par le fournisseur de service de règlementation ou par la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui surveille directement la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et applique les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101[35]. Ces seuils viseraient à limiter les risques liés aux ordres erronés ou aux saisies erronées qui ont un effet sur le cours d'un titre donné sur le marché concerné et portent atteinte au bon ordre et à l'équité du marché dans son ensemble. L'obligation proposée est l'une des réponses aux événements du 6 mai 2010. Nous estimons nécessaire de normaliser les seuils sur tous les marchés et considérons que le fournisseur de services de règlementation, le cas échéant, est le mieux placé pour les fixer. Selon nous, ces seuils renforceraient la proposition de l'OCRCVM visant l'adoption de coupe-circuits applicables à des titres individuels publiée en novembre 2010 et à la capacité actuelle de cet organisme à prononcer des interruptions réglementaires de la cotation.

v) Opérations clairement erronées

Selon nous, l'ensemble des contrôles exigés par le projet de règlement devraient prévenir de nombreux ordres erronés. Nous avons toutefois inclus l'obligation supplémentaire pour le marché d'avoir la capacité d'annuler, de modifier ou de corriger un ordre de son propre chef ou sur instruction de son fournisseur de services de réglementation[36]. Le projet de règlement établirait en outre les circonstances dans lesquelles le marché peut prendre une telle mesure dans le cas où il recourt à un fournisseur de services de réglementation, à savoir :

- son fournisseur de services de réglementation lui en donne instruction;

- l'annulation, la modification ou la correction est demandée par l'une des parties à l'opération, les deux parties y consentent et le fournisseur de services de réglementation en a été avisé;

- l'annulation, la modification ou la correction est nécessaire pour corriger un problème technique dans l'exécution de l'opération, et le fournisseur de services de réglementation l'a autorisée.

De plus, le marché doit être doté de politiques et de procédures raisonnables exposant clairement les processus appliqués pour annuler, modifier ou corriger un ordre, et il doit les rendre publiques[37].

4. Autres autorités

Pour élaborer le projet de règlement, nous avons étudié avec soin certaines initiatives à l'échelle internationale, notamment le Rule 15c3-5, *Risk Management Controls for Brokers or Dealers with Market Access*, adopté par la SEC en novembre 2010[38], le rapport définitif du comité permanent de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) intitulé « *Principles for Direct Electronic Access to Markets* », publié en août 2010[39] (le « rapport de l'OICV »), le *Consultation Paper 145: Australian Equity*

---

35 Projet d'article 15.
36 Projet d'article 16.
37 Paragraphe 3 du projet d'article 16.
38 Publié à l'adresse http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-63241.pdf
39 Publié à l'adresse http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf

Market Structure: Proposals[40] de l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC) et la révision de la *Directive concernant les marchés d'instruments financiers* (la « directive MIF ») de la Commission européenne, publiée en décembre 2010[41].

Le rapport de l'OICV énonce les principes devant guider les autorités qui permettent ou songent à permettre l'accès électronique direct. Ces principes comprennent les normes financières minimales applicables aux clients avec accès électronique direct, la conclusion d'une entente ayant force obligatoire entre le participant au marché fournissant l'accès au marché et le client avec accès électronique direct, et la présence de contrôles efficaces de gestion des risques liés à la négociation électronique, tant au niveau du marché qu'à celui du participant au marché. Les obligations du projet de règlement concordent avec les principes établis par l'OICV.

Aux États-Unis, le Rule 15c3-5 prévoit que les courtiers ayant accès aux négociations sur le marché, notamment ceux qui octroient l'accès électronique direct, ont l'obligation de mettre en place des contrôles de gestion des risques et des procédures de surveillance raisonnablement conçus pour gérer les risques financiers, réglementaires et autres associés à cette activité. Ce règlement interdit effectivement aux courtiers de donner libre accès à un marché quelconque.

En Australie, le *Consultation Paper 145* de l'ASIC est similaire au projet de règlement, en ce sens qu'il exigerait du participant au marché fournissant l'accès électronique direct qu'il veille à ce que les clients répondent à des normes minimales concernant les ressources financières ainsi que la compétence en matière d'obligations réglementaires et d'utilisation des systèmes. Il existe en outre des similitudes en ce qui touche l'utilisation des systèmes automatisés de production d'ordres, les deux textes réglementaires prévoyant pour les participants et les courtiers participants des obligations visant à faire en sorte que ces systèmes ne nuisent pas au bon ordre et à l'équité de la négociation, que tous les systèmes automatisés de production d'ordres utilisés par le participant ou son client soient soumis à des tests appropriés et que leur nature soit bien comprise.

La révision de la directive MIF que propose la Commission européenne comprend des obligations relatives à la négociation automatisée, qui y est définie comme suit : [TRADUCTION] « toute négociation comportant l'utilisation d'algorithmes informatiques afin d'établir un ou l'ensemble des aspects de l'exécution de l'opération, notamment le moment, la quantité et le prix »[42]. La révision propose d'introduire des obligations pour les sociétés qui participent à la négociation automatisée, à savoir posséder des contrôles des risques rigoureux afin de réduire les erreurs éventuelles des systèmes de négociation et informer les autorités de réglementation des algorithmes informatiques utilisés, entre autres en leur en expliquant l'objet et le fonctionnement. En ce qui a trait à l'accès électronique direct, la révision recommande que les sociétés qui octroient un accès parrainé (« *sponsored access* ») aux systèmes de négociation automatisés soient dotées également de filtres et de contrôles des risques rigoureux afin de détecter les erreurs ou les tentatives d'utilisation abusive des installations.

IV. POUVOIR RÉGLEMENTAIRE

Dans les territoires où le projet de règlement doit être pris, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant l'objet du texte.

---

[40] Publié à l'adresse http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/cp-145.pdf/$file/cp-145.pdf

[41] Publié à l'adresse http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf (en anglais seulement)

[42] Publié à l'adresse http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf, page 15 (en anglais seulement).

V. COMMENTAIRES ET QUESTIONS

Les intéressés sont invités à présenter des commentaires écrits sur le projet de *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés*.

Veuillez adresser vos commentaires aux commissions membres des ACVM ci-dessous au plus tard le 8 juillet 2011 :

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
Surintendant des valeurs mobilières, Ministère de la Justice, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut
Superintendent of Securities, Consumer, Corporate and Insurance Services, Office of the Attorney General, Île-du-Prince-Édouard
Saskatchewan Financial Services Commission
Superintendent of Securities, Government Services, Terre-Neuve-et-Labrador
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

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

et

a/s John Stevenson, Secretary
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
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Élaine Lanouette
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4356
elaine.lanouette@lautorite.qc.ca

Sonali GuptaBhaya
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-2331
sguptabhaya@osc.gov.on.ca

Barbara Fydell
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8253
bfydell@osc.gov.on.ca

Tracey Stern
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8167
tstern@osc.gov.on.ca

Kent Bailey
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8945
kbailey@osc.gov.on.ca

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819
mtassie@bcsc.bc.ca

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889
lorenz.berner@asc.ca

Le 8 avril 2011

15

Annexe A

Résumé des commentaires sur les projets de règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* et le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* relatifs à l'accès électronique direct et réponses des Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Commentaires	***Réponse des ACVM***
Définition d'« accès parrainé par un courtier » Un intervenant a souligné que les mots « connexion électronique » et « l'accès au système d'acheminement des ordres » dans la définition d'« accès parrainé par un courtier » peuvent être interprétés de façon très large et inclure à peu près n'importe quel ordre transmis à un courtier et que, pris littéralement, ils pourraient englober les ordres pour lesquels aucun négociateur n'intervient, mais qui ne sont clairement pas des cas d'accès direct au marché (c'est-à-dire des cas de négociation algorithmique, de transactions déclenchées par ordinateur et de négociation de listes de titres). Il est d'avis qu'il est important de préciser que les obligations relatives à l'accès direct au marché ne viseraient que l'accès parrainé des organisations non participantes dans le cas où il ne peut y avoir intervention de l'organisation participante parrainante.	Le projet de règlement a été élaboré dans le but d'étendre la portée du projet de modification de 2007 afin de réglementer la négociation électronique en général et de traiter de l'accès électronique direct en particulier. Nous estimons que ces deux activités ont en commun de nombreux risques.
Question 24 : Les clients bénéficiant d'un DMA devraient-ils être tenus de respecter les mêmes obligations que les adhérents avant de pouvoir accéder au marché?	
Commentaires	***Réponse des ACVM***
De l'avis de la majorité des intervenants, les clients bénéficiant d'un DMA ne devraient pas être tenus de respecter les mêmes obligations que les adhérents. Nombre d'entre eux considèrent que la responsabilité finale des opérations effectuées par les clients bénéficiant d'un DMA devrait toujours incomber aux adhérents.	Le projet de règlement marque un changement de position par rapport au projet de modification de 2007, puisqu'il tiendrait les participants au marché responsables de la gestion des risques associés à la négociation électronique, que les ordres émanent d'eux ou de tout client avec accès électronique direct.
Les raisons citées à l'appui de cette position comprennent les suivantes : i) ce sont les adhérents qui sont les mieux placés pour imposer par contrat des normes à leurs clients bénéficiant d'un DMA et surveiller leurs activités de négociation.	Nous proposons que le courtier participant octroyant l'accès électronique direct établisse des normes appropriées et évalue si le client y répond avant de lui fournir cet accès.
ii) imposer des obligations supplémentaires au client entraînerait le dédoublement inutile des coûts et des efforts et il deviendrait difficile de déterminer qui a la responsabilité finale de veiller au respect des différentes règles;	Le projet de règlement autoriserait le courtier participant à attribuer, dans la mesure du raisonnable, les contrôles de gestion des risques et de surveillance qu'il détermine à un client avec accès électronique direct qui est courtier en

	placement. Cette attribution serait stipulée dans une entente écrite de façon à ce qu'il ne subsiste aucun doute quant à la partie ayant la responsabilité finale.
iii) l'obligation proposée réduirait la négociation par accès direct au marché sur les marchés canadiens et encouragerait les clients bénéficiant d'un DMA à négocier des titres intercotés sur des marchés étrangers, ce qui nuirait ensuite aux marchés canadiens.	Selon nous, le projet de règlement n'est pas beaucoup plus restrictif que ne l'est la réglementation en vigueur dans d'autres pays et les activités de négociation ne devraient pas se déplacer vers des marchés étrangers.
Deux intervenants ont fait remarquer que les États-Unis ne réglementent pas de la sorte les clients bénéficiant d'un DMA en ce qui a trait à l'accès aux marchés.	Le Rule 15c3-5 des États-Unis établit un régime d'encadrement analogue à celui du projet de règlement.
Un intervenant a proposé d'attribuer un identificateur unique à chaque client bénéficiant d'un DMA pour permettre à SRM de surveiller l'activité du client auprès des participants et sur les marchés et estime que cette mesure devrait répondre aux questions d'ordre réglementaire au sujet de la négociation par accès direct au marché. Il estime également que la capacité du marché d'annuler les privilèges d'accès à la négociation des clients bénéficiant d'un DMA est suffisante pour que ces derniers se conforment aux demandes de SRM formulées après enquête et qu'il n'est pas nécessaire que SRM et ces clients concluent des contrats.	Les ACVM sont d'avis que, grâce à l'obligation proposée selon laquelle le courtier participant est tenu d'attribuer à chaque client avec accès électronique direct un identificateur client et de s'assurer que cet identificateur est joint à chaque ordre acheminé par accès électronique direct, le fournisseur de services de réglementation pourra suivre efficacement les activités de négociation par accès électronique direct.
Un intervenant a indiqué s'opposer fortement à l'idée d'obliger les clients bénéficiant d'un DMA à conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation ou de les assujettir à d'autres obligations allant plus loin que les règles générales d'intégrité du marché sur les points suivants : les principes de négociation justes et équitables, l'interdiction visant la manipulation ou les pratiques trompeuses de négociation et les ordres et transactions irréguliers. Afin de suivre une approche similaire à celle des États-Unis, cet intervenant propose que le fardeau de veiller au respect des règles d'intégrité du marché applicables et de fournir de la formation aux utilisateurs revienne au parrain. Il pourrait être stipulé dans un contrat entre le parrain et l'utilisateur, au besoin. Deux intervenants ont mentionné que le client bénéficiant d'un DMA peut se trouver dans l'impossibilité de vérifier si ses ordres ont effectivement été acheminés et désignés correctement, puisque ceux-ci doivent d'abord transiter par les systèmes de	Le projet de règlement n'exigerait pas la conclusion de contrats entre le fournisseur de services de réglementation et le client avec accès électronique direct. Le courtier participant doit fournir au fournisseur de services de réglementation tous les identificateurs clients et le nom des clients auxquels ils se rattachent.

l'organisation participante, et qu'il ne peut être tenu responsable de toute infraction aux règles d'ordre technique découlant de problèmes techniques rencontrés par la société parrainante. Quelques intervenants sont d'accord avec la position selon laquelle les clients bénéficiant d'un DMA devraient avoir les mêmes obligations que tous les autres participants.	
Un intervenant estime que seuls les participants inscrits en bonne et due forme et les adhérents d'un SNP autorisés devraient bénéficier de l'accès direct au marché afin de garantir le bon ordre et l'équité du marché dans son ensemble.	Le projet de règlement prévoit que le courtier participant ne peut octroyer l'accès électronique direct à une personne inscrite qui n'est pas courtier participant ou gestionnaire de portefeuille.
Formation	
Certains intervenants ont indiqué que l'obligation de formation à laquelle les clients bénéficiant d'un DMA sont tenus devrait être pertinente et que le Cours de formation à l'intention des négociateurs de l'Institut canadien des valeurs mobilières actuellement en vigueur ne convient pas, puisqu'il n'est souvent pas à jour et couvre davantage de matière que celle qui est pertinente pour eux. Selon deux intervenants, les règles actuelles de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX sur l'accès électronique direct, qui obligent le courtier à fournir de la formation et des mises à jour, suffisent à faire en sorte que les clients reçoivent la formation requise. Un intervenant a proposé que les autorités de réglementation fixent une norme plus élevée et définissent plus clairement leurs attentes quant à la matière que devraient couvrir les programmes de formation exigés, et offrent du soutien aux clients bénéficiant d'un DMA en publiant des avis et des mises à jour de la réglementation à leur intention. Un intervenant s'oppose à l'obligation pour le client bénéficiant d'un DMA de suivre un cours de formation normalisé à l'intention des négociateurs, soutenant qu'elle constituerait un obstacle, particulièrement si chaque autorité devait imposer un cours de formation précis pour accéder aux marchés dans son territoire. Il a proposé que les clients étrangers bénéficiant d'un DMA soient dispensés d'une telle obligation, le cas échéant. Un autre intervenant a indiqué qu'une formation visant l'atteinte d'un niveau aussi élevé de compétence en matière de négociation n'est pas justifiée compte tenu du volume des opérations	Le projet de règlement ne prévoit pas expressément d'obligations ni de niveaux minimaux de formation pour les clients avec accès électronique direct. Le courtier participant serait alors tenu de s'assurer que le client a une connaissance adéquate du marché concerné et des obligations réglementaires applicables ainsi que des normes qu'il a établies.

effectuées actuellement par ces clients.	
Question 25 : Les obligations concernant les participants parrainés par un courtier devraient-elles s'appliquer lorsque les produits négociés sont des titres à revenu fixe? Des dérivés? Pour quelles raisons?	
Commentaires	***Réponse des ACVM***
La majorité des intervenants ayant répondu à cette question estiment que l'obligation concernant les participants parrainés par un courtier ne devrait pas s'appliquer aux produits hors cote tels que les titres à revenu fixe et les dérivés. Les raisons invoquées comprennent les suivantes : il n'existe pas de registre central des ordres affichant les prix en toute transparence, la structure des titres à revenu fixe et des dérivés non négociés en bourse est fondamentalement différente de celle des titres de capitaux propres et le fardeau réglementaire perçu pourrait décourager les participants parrainés par un courtier de les utiliser au moment où on constate une plus grande utilisation des moyens électroniques et un accroissement de la transparence sur les marchés hors cote au Canada. Un intervenant a aussi affirmé que l'obligation proposée pourrait freiner l'innovation sur ces marchés et placer le marché canadien dans une position concurrentielle désavantageuse par rapport au marché américain, étant donné qu'il n'existe pas d'obligations réglementaires similaires aux États-Unis. Un intervenant estime que tous les actifs et tous les marchés devraient être assujettis aux mêmes obligations.	Le projet de règlement s'applique à tous les titres négociés sur un marché au sens du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 »). La question de savoir s'il devrait s'appliquer à la négociation électronique d'autres produits sera étudiée ultérieurement.
Question 26 : Est-ce que votre point de vue sur la compétence du fournisseur de services de réglementation (par exemple, SRM pour les adhérents d'un SNP ou une bourse pour les clients bénéficiant d'un DMA) changerait si celle-ci était limitée à certaines circonstances? Par exemple, si les commissions des valeurs mobilières étaient les organismes de réglementation compétents en matière de répression des infractions ayant trait à la manipulation et à la fraude?	
Commentaires	***Réponse des ACVM***
Nombre d'intervenants estiment que SRM ne devrait pas avoir compétence sur les clients bénéficiant d'un DMA. Certains craignent qu'en les traitant comme des personnes ayant droit d'accès, les courtiers américains qui sont des clients bénéficiant d'un DMA mettent fin à leurs activités de négociation sur les marchés canadiens, ce qui pourrait réduire la liquidité et entraîner des écarts plus grands sur ceux-ci.	Pour le moment, les ACVM ne proposent pas d'étendre la compétence du fournisseur de services de réglementation à tous les clients avec accès électronique direct.

Un intervenant a avancé que l'instauration au Canada d'un nouveau régime dispendieux donnant aux autorités de réglementation canadiennes compétence sur les clients américains des courtiers canadiens enverrait un message contraire à l'objectif de libre négociation des titres et pourrait jouer sur la possibilité que la SEC propose au Canada une entente de reconnaissance mutuelle. Un intervenant a indiqué que les liens contractuels entre le client bénéficiant d'un DMA et SRM entraînent effectivement la nouvelle obligation pour le client de s'inscrire auprès de cet organisme et qu'on devrait reconnaître que, dans certains cas, il est possible que le client ne soit pas autorisé à signer un contrat avec un organisme d'autoréglementation. Il a signalé en outre que le processus de passation et l'administration de ces contrats doivent être clairement définis puisque, souvent, le client bénéficiant d'un DMA a recours à plusieurs courtiers et que les employés ont accès à des marchés différents selon le courtier. Selon un autre intervenant, SRM devrait avoir compétence sur les clients bénéficiant d'un DMA pour l'application de la Règle 2.2 des RUIM et communiquer avec le participant inscrit parrainant pour toute autre question les concernant. Deux intervenants ont affirmé que l'autorité provinciale en valeurs mobilières est l'organisme approprié pour réglementer les clients bénéficiant d'un DMA ainsi que les autres entités qui ne sont pas membres de l'Association des courtiers en valeurs mobilières ou d'une bourse. Bien que réticent à l'idée d'imposer à chaque utilisateur bénéficiant d'un DMA qu'il conclut une entente avec le fournisseur de services de réglementation, un intervenant a indiqué que de telles ententes devraient se limiter à un bref énoncé de principes généraux et que leur contenu ne devrait pas être négociable afin d'éviter l'application de normes de réglementation différentes à divers participants au marché. Quelques intervenants estiment que tous les participants devraient être assujettis aux mêmes règles appliquées par les mêmes organismes de réglementation pour en garantir l'application uniforme. Un intervenant soutient qu'à l'heure actuelle, la compétence réglementaire est trop morcelée et estime que SRM devrait être l'autorité de	

réglementation principale ayant compétence en ce qui a trait à tous les niveaux d'infraction en matière de négociation et sur toute partie ayant accès au marché.	
Question 27 : Les modifications proposées pourraient-elles inciter les participants parrainés par un courtier à choisir d'autres voies d'accès au marché, notamment des moyens plus traditionnels (comme le téléphone), des marchés étrangers (pour les titres intercotés) ou de multiples niveaux de DMA (par exemple, un client bénéficiant d'un DMA qui fournit un accès à d'autres personnes)?	
Commentaires	***Réponse des ACVM***
La grande majorité des intervenants ayant répondu à cette question estiment que les modifications proposées pourraient inciter les clients bénéficiant d'un DMA à se passer de courtier et à trouver d'autres voies d'accès au marché canadien. Un petit nombre d'intervenants ont signalé que les courtiers étrangers, en particulier, pourraient choisir de ne pas effectuer d'opérations au Canada s'ils devaient être assujettis à un autre régime réglementaire local.	En vertu du projet de règlement, la responsabilité des ordres des clients avec accès électronique direct reposerait sur le courtier participant. Les ACVM ne sont pas d'avis que le projet de règlement inciterait les clients avec accès électronique direct à trouver d'autres moyens d'accéder au marché canadien. Nous soulignons en outre que les obligations relatives à l'accès électronique direct qu'il établirait ne seraient pas très différentes de celles en vigueur dans d'autres territoires et que, selon nous, les courtiers étrangers ne choisiront pas d'effectuer leurs opérations ailleurs qu'au Canada.
Un intervenant a indiqué que, même si les modifications proposées ne prévoient pas la communication d'information sur les stratégies de négociation ou la gestion des ordres, les obligations de cette nature feraient dévier le flux des ordres acheminés aux marchés canadiens vers d'autres marchés. Un autre a proposé que les clients étrangers passent par un participant inscrit au Canada.	Le projet de règlement prévoit des obligations relatives à l'utilisation des systèmes automatisés de production d'ordres, par exemple l'obligation pour tout participant au marché d'avoir les connaissances et la compréhension nécessaires, au sujet des systèmes automatisés de production d'ordres utilisés, pour relever et gérer les risques associés à leur utilisation. Les ACVM reconnaissent qu'une partie de l'information sur les systèmes automatisés de production d'ordres des clients serait considérée comme étant de nature exclusive. Cependant, nous nous attendrions, dans un tel cas, à ce que le courtier participant acquière une connaissance suffisante de ces systèmes pour être en mesure de gérer les risques qu'ils représentent pour lui.

Question 28 : Devrait-on prévoir pour les clients étrangers qui sont des participants parrainés par un courtier une dispense de l'obligation de conclure une entente avec la bourse ou le fournisseur de services de réglementation? Dans l'affirmative, pour quelles raisons et dans quelles circonstances?	
Commentaires	***Réponse des ACVM***
La majorité des intervenants ayant répondu à cette question s'opposent à une telle dispense. Bon nombre ont réitéré leur position selon laquelle il n'est pas nécessaire que les clients bénéficiant d'un DMA s'entendent directement avec SRM et que cela constituerait un obstacle important pour les courtiers et clients étrangers qui souhaitent accéder à nos marchés. Un intervenant soutient que les clients étrangers bénéficiant d'un DMA mettront fin à leurs activités de négociation au Canada s'ils sont tenus de conclure une entente avec un organisme de réglementation étranger. Un intervenant a proposé de ne pas assujettir les clients bénéficiant d'un DMA canadiens et étrangers à des dispositions supplémentaires plus contraignantes que les règles de négociation suivantes : les principes de négociation justes et équitables, l'interdiction de recourir à des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses et l'interdiction visant les ordres et transactions irréguliers. Il affirme que le parrain du client bénéficiant d'un DMA ou le SNP assume la responsabilité du respect de toutes les autres obligations réglementaires et exigences en matière de conformité. Un certain nombre d'intervenants estiment que tous les participants au marché devraient être traités sur un pied d'égalité, aucun ne devant être avantagé par rapport à un autre.	Le projet de règlement n'obligerait pas les clients étrangers à conclure une entente avec la bourse ou le fournisseur de services de réglementation.

Question 29 : Veuillez donner les avantages et les inconvénients d'une nouvelle catégorie de membre d'une bourse qui aurait un accès direct aux bourses sans la participation d'un courtier (à supposer que la compensation et le règlement continuent de s'effectuer par l'entremise d'un adhérent d'une chambre de compensation).	
Commentaires	***Réponse des ACVM***
La grande majorité des intervenants qui se sont prononcés sur cette question s'oppose à la création d'une nouvelle catégorie de membre d'une bourse. Certains craignent qu'en raison du fait que, contrairement aux courtiers, un tel membre ne serait pas	Le projet de règlement ne propose pas de nouvelle catégorie d'inscription.

assujetti aux obligations actuelles de surveillance, l'intégrité du marché dans son ensemble serait compromise, à moins que SRM ne l'oblige à exercer le même niveau de surveillance que le courtier classique. Un intervenant appuie la proposition de permettre aux bourses d'établir à leur gré les critères d'admissibilité des membres et de créer des catégories de membres dans le cas où elles souhaiteraient fournir divers types de service à différents types de membres, pourvu que tous les membres bénéficient du niveau d'accès et de fonctionnalité requis.	

Remarque : Les commentaires sur les questions 1 à 14 et 19 à 23 et les réponses des ACVM ont été publiés le 17 octobre 2008 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 5, n° 41. 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.

	Intervenants
1.	Canadian Security Traders Association Inc.
2.	Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
3.	Raymond James Ltd.
4.	RBC Gestion d'actifs Inc.
5.	RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
6.	Gestion de Placements TD Inc.
7.	Groupe TMX
8.	Perimeter Marchés Inc.
9.	Scotia Capitaux
10.	Highstreet Asset Management
11.	Office d'investissement du RPP
12.	Merrill Lynch
13.	TD Newcrest
14.	Bloomberg Tradebook Canada

RÈGLEMENT 23-103 SUR LA NÉGOCIATION ÉLECTRONIQUE ET L'ACCÈS ÉLECTRONIQUE DIRECT AUX MARCHÉS

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 11º, 26º, 32º et 34º; a. 331.2)

CHAPITRE 1 DÉFINITIONS ET INTERPRÉTATION

1. Définitions

Dans le présent règlement, on entend par :

« accès électronique direct » : l'accès à un marché, fourni au client d'un courtier participant, par lequel le client transmet, directement ou indirectement, des ordres aux systèmes d'exécution du marché en se servant de l'identificateur participant au marché du courtier participant sans que celui-ci ressaisisse ou gère autrement les ordres;

« client avec accès électronique direct » : un client auquel un courtier participant a octroyé l'accès électronique direct;

« courtier participant » : un participant au marché qui est courtier en placement;

« exigences des marchés et obligations réglementaires » les exigences et obligations suivantes :

a) les règles, politiques et autres textes ou exigences similaires établis par un marché qui traitent de la méthode de négociation des participants au marché, notamment les règles relatives à la saisie des ordres, à l'utilisation d'algorithmes, aux types et caractéristiques des ordres ainsi que toute autre règle régissant l'exécution des opérations dans le système;

b) les obligations applicables en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières;

c) les règles applicables établies par une bourse reconnue, un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou un fournisseur de services de règlementation en application des articles 7.1, 7.3 et 8.2, respectivement, du Règlement 23-101 sur les règles de négociation;

« identificateur client » : l'identificateur unique attribué par un courtier participant à un client avec accès électronique direct;

« identificateur participant au marché » : l'identificateur unique attribué à un participant au marché pour lui permettre d'accéder au marché;

« système automatisé de production d'ordres » : tout système utilisé par un participant au marché ou par un client d'un participant au marché afin de produire automatiquement des ordres de façon prédéterminée.

2. Interprétation

Les expressions utilisées dans le présent règlement qui sont définies ou interprétées dans le Règlement 14-101 sur les définitions, le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription s'entendent au sens de ces règlements.

CHAPITRE 2 OBLIGATIONS DES PARTICIPANTS AU MARCHÉ

3. Contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance

1) Le participant au marché a les obligations suivantes :

a) établir, maintenir et faire respecter des contrôles, des politiques et des procédures de gestion des risques et de surveillance appropriés et raisonnablement conçus pour gérer, selon les pratiques commerciales prudentes, les risques financiers, réglementaires et autres qui sont associés à l'accès au marché ou à l'octroi de l'accès électronique direct à des clients;

b) consigner les politiques et procédures visées au sous-paragraphe *a* et conserver une description écrite de ses contrôles de gestion des risques et de surveillance.

2) Les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance visés au paragraphe 1 sont conçus de façon à permettre la surveillance de tous les ordres et comprennent ce qui suit :

a) des contrôles automatisés avant les opérations;

b) une surveillance régulière après les opérations.

3) Les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance visés au paragraphe 1 remplissent les conditions suivantes :

a) ils limitent systématiquement le risque financier auquel est exposé le participant au marché, notamment par les moyens suivants :

i) en empêchant la saisie d'un ou de plusieurs ordres qui entraîneraient le dépassement des seuils appropriés de crédit ou de capital préétablis du participant au marché et, le cas échéant, de son client avec accès électronique direct;

ii) en empêchant la saisie d'un ou de plusieurs ordres qui excèdent les paramètres appropriés de cours ou de taille;

b) ils assurent le respect des exigences des marchés et obligations réglementaires applicables, notamment par les moyens suivants :

i) en empêchant la saisie des ordres qui ne sont pas conformes à toutes les exigences des marchés et obligations réglementaires applicables avant la saisie;

ii) en limitant la saisie des ordres aux titres que le participant au marché ou, le cas échéant, son client avec accès électronique direct est autorisé à négocier;

iii) en limitant l'accès à la négociation sur un marché aux personnes autorisées par le participant au marché;

iv) en garantissant au personnel responsable de la conformité du participant au marché la réception immédiate de l'information sur les ordres et les opérations, y compris les rapports d'exécution, découlant des ordres transmis au marché par le participant au marché ou, le cas échéant, par son client avec accès électronique direct;

c) ils permettent au participant au marché d'arrêter ou d'annuler immédiatement un ou plusieurs ordres que lui-même ou, le cas échéant, son client avec accès électronique direct a saisis;

d) ils permettent au participant au marché de suspendre ou d'annuler immédiatement l'accès électronique direct de tout client avec accès électronique direct;

e) ils ont pour effet que la saisie des ordres ne nuit pas au bon ordre et à l'équité des marchés.

4) Les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance établis conformément au présent article, y compris ceux fournis par un tiers, sont sous le contrôle direct et exclusif du participant au marché, sous réserve de l'article 4.

5) Le tiers qui fournit au participant au marché des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance doit être indépendant des clients avec accès électronique direct du participant au marché.

6) Le participant au marché a les obligations suivantes :

a) il évalue et documente régulièrement la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance;

b) il en documente les lacunes et les corrige rapidement.

7) Le participant au marché auquel un tiers fournit des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance a les obligations suivantes :

a) il évalue et documente régulièrement la convenance et l'efficacité de ces contrôles, politiques et procédures;

b) il en documente les lacunes et veille à les faire corriger rapidement.

4. Attribution du contrôle du courtier participant sur les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance

Le courtier participant peut raisonnablement attribuer à un courtier en placement son contrôle sur les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance visés au paragraphe 1 de l'article 3 qu'il détermine, si les conditions suivantes sont réunies :

a) le courtier participant a des motifs raisonnables de conclure que le courtier en placement bénéficie d'un meilleur accès aux renseignements sur le client du fait de sa

relation avec lui, de sorte qu'il peut mettre en œuvre les contrôles, politiques et procédures de manière plus efficace;

b) une description de l'attribution du contrôle sur les contrôles, politiques et procédures déterminés de gestion des risques et de surveillance figure dans une entente écrite entre le courtier participant et le courtier en placement;

c) le courtier participant évalue et documente la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance du courtier en placement avant de lui en attribuer le contrôle;

d) le courtier participant fait ce qui suit :

i) il évalue régulièrement la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance dont il a attribué le contrôle au courtier en placement;

ii) il en documente les lacunes et veille à les faire corriger rapidement;

e) le courtier participant fournit immédiatement au courtier en placement l'information sur les ordres et les opérations du client avec accès électronique direct qu'il reçoit en vertu de la disposition *iv* du sous-paragraphe *b* du paragraphe 3 de l'article 3.

5. Utilisation de systèmes automatisés de production d'ordres

1) L'utilisation de systèmes automatisés de production d'ordres par le participant au marché ou les clients, y compris les clients avec accès électronique direct, ne doit pas nuire au bon ordre et à l'équité des marchés.

2) Dans l'application des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance visés au paragraphe 1 de l'article 3, le participant au marché a les obligations suivantes :

a) il a les connaissances et la compréhension nécessaires, au sujet des systèmes automatisés de production d'ordres que lui-même ou les clients, y compris les clients avec accès électronique direct, utilisent, pour relever et gérer les risques que leur utilisation présente pour lui;

b) il veille à ce que chaque système automatisé de production d'ordres soit soumis régulièrement, et au moins une fois par année, à des tests conformes aux pratiques commerciales prudentes;

c) il dispose de contrôles lui permettant de désactiver, immédiatement et en tout temps, le système automatisé de production d'ordres afin d'empêcher que les ordres produits par le système atteignent un marché.

CHAPITRE 3 OBLIGATIONS DES COURTIERS PARTICIPANTS OCTROYANT L'ACCÈS ÉLECTRONIQUE DIRECT

6. Octroi de l'accès électronique direct

1) Seul le courtier participant peut octroyer l'accès électronique direct.

4

2) Le courtier participant ne peut octroyer l'accès électronique direct à une personne inscrite, sauf dans les cas suivants :

a) elle est courtier participant;

b) elle est gestionnaire de portefeuille.

7. Normes applicables aux clients avec accès électronique direct

1) Avant d'octroyer l'accès électronique direct à un client, le courtier participant fait ce qui suit :

a) il établit, maintient et applique les normes régissant l'accès électronique direct;

b) il évalue et documente le respect des normes visées au sous-paragraphe *a* par le client.

2) Les normes visées au paragraphe 1 comprennent les suivantes :

a) le client dispose de ressources suffisantes pour respecter les obligations financières pouvant découler de son utilisation de l'accès électronique direct;

b) le client a pris les dispositions requises afin que tous les membres du personnel qui utilisent l'accès électronique direct pour son compte possèdent les connaissances et la compétence nécessaires pour employer le système de saisie d'ordres dont il se servira;

c) le client connaît toutes les exigences des marchés et obligations réglementaires et a la capacité de s'y conformer;

d) le client a pris les dispositions requises pour surveiller la saisie des ordres par l'accès électronique direct.

3) Le courtier participant confirme, au moins une fois par année, que le client avec accès électronique direct respecte les normes qu'il a établies, y compris celles prévues au paragraphe 2.

8. Entente écrite

Avant d'octroyer l'accès électronique direct à un client, le courtier participant conclut avec lui une entente écrite prévoyant qu'à titre de client avec accès électronique direct, le client est tenu aux obligations suivantes :

a) son activité de négociation par accès électronique direct respecte les exigences des marchés et obligations réglementaires;

b) son activité de négociation par accès électronique direct respecte les limites en matière de produits et de crédit ou les autres limites financières précisées par le courtier participant;

c) il assure la sécurité électronique et matérielle des moyens technologiques permettant l'accès électronique direct, et interdit au personnel non autorisé par le courtier participant d'utiliser cet accès;

d) il apporte son entière collaboration au courtier participant dans le cadre de toute enquête ou procédure instituée par un marché, un fournisseur de services de réglementation, une autorité en valeurs mobilières ou un organisme d'application de la loi sur des opérations effectuées au moyen de l'accès électronique direct, notamment, à la demande du courtier participant, en leur donnant accès à l'information nécessaire à l'enquête ou à la procédure;

e) il reconnaît que le courtier participant peut faire ce qui suit :

i) refuser un ordre;

ii) modifier, corriger ou annuler un ordre saisi sur un marché;

iii) cesser d'accepter les ordres provenant du client avec accès électronique direct;

f) s'il contrevient aux normes établies par le courtier participant ou s'attend raisonnablement à ne pas les respecter, il l'en informe immédiatement;

g) lorsqu'il effectue des opérations pour le compte de ses clients conformément au paragraphe 2 de l'article 11, il veille à acheminer les ordres de ses clients par ses systèmes et à ce qu'ils soient soumis aux contrôles, politiques et procédures appropriés de gestion des risques et de surveillance;

h) il n'effectue des opérations pour le compte de ses clients conformément au paragraphe 2 de l'article 11 que lorsque les conditions suivantes sont réunies :

i) les clients respectent les normes visées à l'article 7;

ii) il a conclu avec les clients une entente écrite prévoyant les modalités de l'accès fourni.

9. Formation des clients avec accès électronique direct

1) Avant d'octroyer l'accès électronique direct à un client, et si nécessaire après l'octroi, le courtier participant s'assure que le client a une connaissance suffisante des exigences des marchés et obligations réglementaires applicables ainsi que des normes visées à l'article 7.

2) Le courtier participant qui conclut que le client n'a pas une connaissance suffisante des exigences des marchés et obligations réglementaires applicables ou des normes visées à l'article 7 fait en sorte que le client reçoive la formation requise avant de lui octroyer l'accès électronique direct.

3) Le courtier participant veille à ce que le client avec accès électronique direct reçoive les modifications et mises à jour pertinentes apportées aux exigences des marchés et obligations réglementaires applicables ou aux normes visées à l'article 7.

10. Identificateur client

1) Dès que le courtier participant octroie l'accès électronique direct à un client, il lui attribue un identificateur client.

2) Le courtier participant qui attribue un identificateur client conformément au paragraphe 1 le communique immédiatement, ainsi que le nom du client auquel il se rattache, aux entités suivantes :

a) tous les fournisseurs de services de réglementation qui surveillent les opérations;

b) les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations qui surveillent directement la conduite de leurs membres ou de leurs utilisateurs et appliquent les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101 sur les règles de négociation, et auxquels le client avec accès électronique direct a accès;

c) les bourses et les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations qui sont reconnus pour l'application du présent règlement, qui surveillent directement la conduite de leurs membres ou de leurs utilisateurs et appliquent les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101 sur les règles de négociation, et auxquels le client avec accès électronique direct a accès.

3) Le courtier participant veille à ce que chaque ordre saisi par le client avec accès électronique direct au moyen de l'accès électronique direct qu'il lui a octroyé comporte l'identificateur client pertinent.

4) Lorsqu'un client cesse d'être client avec accès électronique direct, le courtier participant en informe rapidement les entités suivantes :

a) tous les fournisseurs de services de réglementation qui surveillent les opérations;

b) les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations qui surveillent directement la conduite de leurs membres ou de leurs utilisateurs et appliquent les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101 sur les règles de négociation, et auxquels le client avec accès électronique direct avait accès;

c) les bourses et les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations qui sont reconnus pour l'application du présent règlement, qui surveillent directement la conduite de leurs membres ou de leurs utilisateurs et appliquent les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101 sur les règles de négociation, et auxquels le client avec accès électronique direct avait accès.

11. Opérations effectuées par les clients avec accès électronique direct

1) Sous réserve du paragraphe 2, le courtier participant n'octroie l'accès électronique direct qu'aux clients qui effectuent des opérations pour leur propre compte.

2) Les clients avec accès électronique direct qui suivent peuvent utiliser l'accès électronique direct pour effectuer des opérations pour leur propre compte ou celui de leurs clients :

a) les courtiers participants;

b) les gestionnaires de portefeuille;

c) les entités autorisées dans une catégorie analogue à celles des entités visées aux sous-paragraphes *a* et *b* dans un territoire étranger qui est signataire de l'Accord multilatéral de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.

3) Dans le cas des opérations effectuées pour le compte des clients en vertu du paragraphe 2, les ordres des clients transitent par les systèmes du client avec accès électronique direct avant d'être saisis sur un marché directement ou par l'intermédiaire d'un courtier participant.

4) Le courtier participant veille à ce que le client avec accès électronique direct qui effectue des opérations pour le compte de ses clients ait établi et maintienne des contrôles, politiques et procédures appropriés de gestion des risques et de surveillance.

5) Le client avec accès électronique direct ne peut fournir ni transférer son accès électronique direct à une autre personne.

CHAPITRE 4 OBLIGATIONS DES MARCHÉS

12. Accessibilité de l'information sur les ordres et les opérations

Le marché fournit au participant au marché un accès raisonnable et immédiat à son information sur les ordres et les opérations, y compris aux rapports d'exécution, afin de lui permettre de mettre en œuvre de manière efficace les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance visés à l'article 3.

13. Identificateurs clients

Le marché n'autorise pas les participants au marché à fournir l'accès électronique direct avant que ses systèmes soient en mesure d'accepter les identificateurs clients.

14. Contrôles du marché relatifs à la négociation électronique

1) Le marché dispose de la capacité et du pouvoir d'annuler en totalité ou en partie l'accès fourni au participant au marché ou au client avec accès électronique direct.

2) Le marché a les obligations suivantes :

a) il évalue et documente régulièrement ses besoins en matière de contrôles, de politiques et de procédures de gestion des risques et de surveillance relatifs à la négociation électronique, outre les contrôles du participant au marché visés au paragraphe 1 de l'article 3, et veille à ce que ces contrôles, politiques et procédures soient mis en œuvre en temps opportun;

b) il évalue et documente régulièrement la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures mis en œuvre conformément au sous-paragraphe *a*;

c) il documente et corrige rapidement les lacunes dans les contrôles, politiques et procédures visés au sous-paragraphe *a*.

15. Seuils appliqués par le marché

1) Le marché prévient l'exécution des ordres sur des titres cotés qui excèdent les seuils de cours et de volume fixés, selon le cas, par les entités suivantes :

a) son fournisseur de services de réglementation;

b) lui-même, s'il est une bourse reconnue qui surveille directement la conduite de ses membres et applique les règles prévues au paragraphe 1 de l'article 7.1 du Règlement 23-101 sur les règles de négociation;

c) lui-même, s'il est un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui surveille directement la conduite de ses utilisateurs et applique les règles prévues au paragraphe 1 de l'article 7.3 du Règlement 23-101 sur les règles de négociation.

2) La bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de services de réglementation qui fixe un seuil de cours pour un titre coté conformément au paragraphe 1 s'entend avec tous les autres bourses, systèmes de cotation et de déclaration d'opérations et fournisseurs de services de réglementation qui, conformément à ce paragraphe, fixent un seuil de cours pour ce titre ou le titre qui y est sous-jacent.

16. Opérations clairement erronées

1) Le marché dispose de la capacité d'annuler, de modifier ou de corriger une opération.

2) Le marché qui recourt à un fournisseur de services de réglementation ne peut annuler, modifier ni corriger une opération qui y est exécutée que dans les cas suivants :

a) le fournisseur de services de réglementation lui en donne l'instruction;

b) l'annulation, la modification ou la correction est demandée par l'une des parties à l'opération, les deux parties y consentent et le fournisseur de services de réglementation en a été avisé;

c) l'annulation, la modification ou la correction est nécessaire pour corriger une erreur découlant d'un défaut de fonctionnement des systèmes ou des technologies touchant les systèmes ou le matériel du marché dans l'exécution de l'opération, et le fournisseur de services de réglementation l'a autorisée.

3) Le marché établit, maintient et fait respecter des politiques et procédures raisonnables exposant clairement les processus et paramètres applicables à l'annulation, à la modification ou à la correction des opérations, et les rend publiques.

CHAPITRE 5 DISPENSE

17. Dispense

1) L'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut accorder une dispense de l'application de tout ou partie du présent règlement, sous réserve des conditions ou restrictions auxquelles la dispense peut être subordonnée.

2) Malgré le paragraphe 1, en Ontario, seul l'agent responsable peut accorder une telle dispense.

CHAPITRE 6 DATE D'ENTRÉE EN VIGUEUR

18. Date d'entrée en vigueur

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

INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 23-103 SUR LA NÉGOCIATION ÉLECTRONIQUE ET L'ACCÈS ÉLECTRONIQUE DIRECT AUX MARCHÉS

CHAPITRE 1 OBSERVATIONS GÉNÉRALES

1.1. Introduction

Objet du Règlement 23-103

Le *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* (le « règlement ») vise à répondre aux problématiques et aux risques entourant la négociation électronique. L'accélération et l'automatisation de la négociation sur les marchés et la popularité croissante de l'accès électronique direct engendrent différents risques touchant, notamment, le crédit et l'intégrité des marchés. Certains risques découlent de la négociation électronique en général, tandis que d'autres sont particuliers à la négociation au moyen de l'accès électronique direct. Afin de protéger les participants au marché et de maintenir l'intégrité des marchés, ces risques doivent faire l'objet de mesures de contrôle et de surveillance appropriées et efficaces.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») estiment que la responsabilité de la surveillance et du contrôle appropriés et efficaces de ces risques incombe en premier lieu aux participants au marché. Cette responsabilité s'applique aux ordres saisis électroniquement par le participant au marché ainsi qu'aux ordres des clients transmis par accès électronique direct en se servant de l'identificateur participant au marché du courtier participant. Elle englobe les obligations tant financières que réglementaires. Notre position repose sur la prémisse que c'est le participant au marché qui prend la décision de réaliser des opérations ou, comme courtier participant, d'octroyer l'accès électronique direct à ses clients. Toutefois, les marchés ont également une part de responsabilité dans la gestion des risques pesant sur le marché dans son ensemble.

Objet de l'instruction générale

La présente instruction générale indique de quelle façon les ACVM interprètent ou appliquent les dispositions du règlement et de la législation en valeurs mobilières connexe.

Exception faite du chapitre 1, la numérotation des chapitres et des articles de la présente instruction générale correspond à celle du règlement. Les indications générales concernant un chapitre figurent immédiatement après son intitulé. Les indications particulières aux articles suivent les indications générales. En l'absence d'indications sur un chapitre ou un article, la numérotation passe à la disposition suivante qui fait l'objet d'indications.

Les chapitres et articles auxquels il est fait renvoi sont ceux du règlement, sauf indication contraire.

1.2. Définitions

Les expressions utilisées dans le règlement et la présente instruction générale mais non définies dans le règlement s'entendent au sens prévu par la législation en valeurs mobilières de chaque territoire, par le *Règlement 14-101 sur les définitions*, par le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et par le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription* (le « Règlement 31-103 »).

Systèmes automatisés de production d'ordres

Les systèmes automatisés de production d'ordres comprennent le matériel et les logiciels servant à produire des ordres de façon prédéterminée, de même que les

algorithmes de négociation utilisés par les participants au marché, offerts aux clients par les participants au marché, ou mis au point ou utilisés par les clients.

Accès électronique direct

Le chapitre 1 définit l'expression « accès électronique direct » comme l'accès à un marché, fourni au client d'un courtier participant, par lequel le client transmet, directement ou indirectement, des ordres aux systèmes d'exécution du marché en se servant de l'identificateur participant au marché du courtier participant sans que celui-ci ressaisisse ou gère autrement les ordres. Le client peut recourir à différentes méthodes pour transmettre électroniquement ses ordres à un marché, notamment :

i) directement, au moyen de son propre système;

ii) au moyen du système du courtier participant;

iii) au moyen du système d'un tiers vendeur.

Le règlement prévoit l'utilisation de filtres automatiques de gestion des risques pour tous les ordres saisis électroniquement, y compris les ordres saisis par accès électronique direct. Ces derniers ne sont pas réacheminés au pupitre de négociation du courtier participant en vue d'être gérés manuellement par un négociateur ou ressaisis par le courtier participant.

Cette définition exclut les services d'opérations exécutées sans conseils au sens des règles de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) ou les accords d'accès électronique aux termes desquels le client utilise le site Web du courtier pour saisir des ordres, puisque ces services et accords permettent la gestion des ordres par le courtier participant.

Identificateur client

En vertu du règlement, chaque client avec accès électronique direct doit posséder un identificateur unique permettant le suivi des ordres provenant de ce client. Le courtier participant a la responsabilité d'attribuer les identificateurs clients conformément au paragraphe 1 de l'article 10 et de veiller à ce que chaque ordre saisi par un client avec accès électronique direct au moyen de l'accès électronique direct comporte l'identificateur client pertinent conformément au paragraphe 3 de cet article. En général, le courtier participant obtient les identificateurs clients auprès du marché concerné.

Identificateur participant au marché

L'identificateur participant au marché est l'identificateur unique attribué au participant au marché aux fins de négociation. L'attribution de l'identificateur s'effectue de concert avec le fournisseur de services de réglementation du marché, le cas échéant. Le participant au marché se sert de cet identificateur sur tous les marchés auquel il accède.

CHAPITRE 2 OBLIGATIONS DES PARTICIPANTS AU MARCHÉ

3. Contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance

Obligations prévues par le Règlement 31-103

En vertu de l'article 11.1 du Règlement 31-103, les participants au marché qui sont des sociétés inscrites sont tenus d'établir, de maintenir et d'appliquer des politiques et des procédures instaurant un système de contrôles et de supervision capable de remplir les fonctions suivantes : *a)* fournir l'assurance raisonnable que la société inscrite et les personnes physiques agissant pour son compte se conforment à la législation en valeurs mobilières et *b)* gérer les risques liés à son activité conformément aux pratiques commerciales prudentes. L'article 3 du règlement s'appuie sur ces obligations. Les ACVM

ont inclus dans le règlement des dispositions voulant que tous les participants au marché qui effectuent des opérations sur un marché disposent de contrôles, de politiques et de procédures appropriés et les gèrent conformément aux pratiques commerciales prudentes. Les ACVM précisent ainsi leurs attentes à l'égard des contrôles, politiques et procédures relatifs à la négociation électronique. Ces obligations s'appliquent à tous les participants au marché et non seulement à ceux qui sont des sociétés inscrites.

Documentation des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance

Le paragraphe 1 de l'article 3 prévoit que le participant au marché doit consigner ses politiques et procédures et conserver une version écrite de ses contrôles de surveillance et de gestion des risques contenant, entre autres, une description des contrôles électroniques qu'il met en œuvre et de leurs fonctions.

Nous soulignons que les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance relatifs à la négociation des titres de créance non cotés, publics et privés, peuvent différer de ceux relatifs à la négociation des titres de capitaux propres en raison de la nature différente des opérations sur ces types de titres.

Nous nous attendons à ce que le participant au marché se trouve à conserver ces documents en remplissant l'obligation de tenue des dossiers qui lui incombe en vertu du Règlement 31-103.

Contrôles de gestion des risques du client avec accès électronique direct

Nous sommes conscients que le client avec accès électronique direct qui n'est pas un courtier inscrit peut maintenir ses propres contrôles de gestion des risques. Toutefois, les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance prévus par le règlement visent entre autres à obliger le courtier participant à gérer les risques liés à la négociation électronique auxquels il est exposé et à le protéger à l'égard de l'identificateur participant au marché sous lequel l'ordre est saisi. C'est pourquoi le courtier participant doit en maintenir même si ses clients avec accès électronique direct en maintiennent aussi. Le courtier participant ne peut se fier aux contrôles de gestion des risques de ses clients avec accès électronique direct, car il ne serait pas en mesure d'en garantir la convenance. De plus, ces contrôles ne seraient pas conçus pour répondre à ses propres besoins.

Contrôles, politiques et procédures minimaux de gestion des risques et de surveillance

Le paragraphe 2 de l'article 3 énonce les éléments que doivent minimalement comprendre les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, et qui doivent être documentés par chaque participant au marché. Ce dernier devrait évaluer, documenter et mettre en œuvre tous les autres contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance jugés nécessaires pour gérer son exposition aux risques financiers et respecter les exigences des marchés et obligations réglementaires applicables.

Contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance relatifs à l'accès électronique direct

Le courtier participant qui fournit l'accès électronique direct à ses clients doit veiller à disposer des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance nécessaires à la gestion des risques qui en découlent. Il doit faire en sorte de pouvoir gérer adéquatement ses activités relatives à l'accès électronique direct, par exemple en mettant en place le personnel, la technologie et les autres ressources nécessaires et en possédant la capacité financière de supporter l'augmentation du risque lié à ces activités. Le courtier participant doit comprendre les risques auxquels il s'expose ainsi et y répondre par l'établissement de normes minimales en la matière. Il devrait adapter ses contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance à chaque client avec accès électronique direct selon les circonstances.

Seuils de crédit et de capital préétablis

Les seuils de crédit et de capital préétablis qui sont visés au sous-paragraphe *a* du paragraphe 3 de l'article 3 peuvent être fixés par ordre, par opération, par compte, ou selon une combinaison de ces facteurs lorsque les circonstances l'exigent. Par exemple, le courtier participant qui établit une limite de crédit à chacun des clients avec accès électronique direct peut en fixer une pour chaque marché auquel il donne accès, l'ensemble de ces limites constituant la limite totale. Il peut également envisager de fixer des seuils de crédit ou de capital en fonction des secteurs, des titres ou d'autres facteurs pertinents. Pour atténuer le risque financier pouvant découler de la rapidité de saisie des ordres, le courtier participant devrait aussi songer à vérifier sa conformité aux seuils de crédit ou de capital établis d'après les ordres saisis au lieu des ordres exécutés.

Nous signalons que des seuils différents peuvent être fixés pour le flux d'ordres du participant au marché (y compris le flux d'ordres des clients et celui du participant au marché lui-même) et le flux d'ordre du client avec accès électronique direct, le cas échéant.

Respect des exigences des marchés et obligations réglementaires

Les ACVM s'attendent à ce que les participants au marché empêchent, si possible, la saisie des ordres qui ne sont pas conformes à toutes les exigences des marchés et obligations réglementaires applicables avant la saisie. En particulier, les exigences des marchés et obligations réglementaires qui doivent être remplies avant la saisie d'un ordre sont celles qui peuvent effectivement l'être uniquement avant la saisie sur le marché, notamment : i) les conditions à réunir en vertu du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») avant qu'un ordre puisse être désigné « ordre à traitement imposé »; ii) les exigences des marchés applicables à des types particuliers d'ordres et iii) le respect des arrêts d'opérations. Cette disposition n'impose pas de nouvelles obligations réglementaires de fond aux participants au marché, mais plutôt établit clairement qu'ils doivent disposer de mécanismes appropriés conçus pour leur permettre de se conformer efficacement aux obligations réglementaires qui leur incombent avant la saisie d'un ordre dans un environnement transactionnel automatisé et à haute vitesse.

Information sur les ordres et les opérations

En vertu de la disposition *iv* du sous-paragraphe *b* du paragraphe 3 de l'article 3, les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance doivent être raisonnablement conçus pour que le personnel responsable de la conformité du participant au marché reçoive immédiatement l'information sur les ordres et les opérations. Le participant au marché doit donc prendre les mesures nécessaires pour visualiser l'information sur les opérations en temps réel ou recevoir immédiatement du marché l'information sur les ordres et les opérations, notamment au moyen d'un utilitaire d'acheminement (*drop copy*).

Cette disposition aidera le participant au marché à remplir les obligations du paragraphe 1 de l'article 3, qui prévoient l'établissement et la mise en œuvre de contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance raisonnablement conçus pour gérer les risques associés à l'accès aux marchés et à l'octroi de l'accès électronique direct.

Selon cette disposition, toutefois, le participant au marché n'est pas tenu d'effectuer la surveillance de la conformité en temps réel. Il lui appartient de déterminer le bon moment pour l'effectuer, mais nous estimons important que le participant au marché dispose des outils nécessaires pour surveiller les ordres et les opérations dans le cadre de ses contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance.

Contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance sous le contrôle direct et exclusif du participant au marché

Le paragraphe 4 de l'article 3 précise que les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance doivent être sous contrôle direct et exclusif du participant au marché.

Le participant au marché peut recourir aux moyens technologiques de tiers pourvu qu'il conserve la gestion directe et exclusive des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, notamment de l'établissement et du réglage des limites des filtres. Le tiers fournissant ce genre de services doit être indépendant de tout client avec accès électronique direct du participant au marché. Une entité du même groupe que le participant au marché mais indépendante du client avec accès électronique direct peut être considérée comme un tiers indépendant.

En toutes circonstances, le participant au marché est tenu, en vertu du sous-paragraphe *a* du paragraphe 7 de l'article 3, d'évaluer si les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance du tiers sont efficaces et conformes aux dispositions du règlement, et de documenter ce fait, avant de retenir ses services. Il ne suffit pas de se fier aux déclarations d'un tiers fournisseur de services pour satisfaire à cette obligation. Les ACVM s'attendent à ce que les sociétés inscrites assument la responsabilité de toutes les fonctions imparties, comme il est prévu à la partie 11 de l'*Instruction générale relative au Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*.

L'article 4 du règlement prévoit une exception restreinte à l'obligation du participant au marché d'exercer un contrôle direct et exclusif sur les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, à savoir que le courtier participant peut raisonnablement attribuer, à certaines conditions, le contrôle sur ceux qu'il détermine à un courtier en placement.

Évaluation régulière des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance

En vertu du paragraphe 6 de l'article 3, le participant au marché est tenu d'évaluer et de documenter régulièrement la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance établis conformément au paragraphe 1 de cet article. La même obligation s'applique lorsque le participant au marché retient les services d'un tiers pour lui fournir de tels contrôles, politiques et procédures. Une évaluation « régulière » s'entend d'une évaluation des contrôles, politiques et procédures effectuée au moins une fois l'an et chaque fois que des modifications de fond y sont apportées. Il appartient au participant au marché de déterminer s'il y a lieu d'effectuer des évaluations plus fréquentes dans les circonstances. On s'attend à ce qu'il conserve la documentation relative à chacune des évaluations en remplissant l'obligation de tenue de dossiers à laquelle il est assujetti en vertu du Règlement 31-103.

4. Attribution du contrôle du courtier participant sur les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance

L'article 4 du règlement vise à tenir compte des arrangements entre remisiers (courtiers qui créent les ordres) et courtiers chargés de compte (qui exécutent les ordres) ou des arrangements de jitney qui touchent plusieurs courtiers. Dans ces arrangements, il peut être préférable que le remisier se charge de certains contrôles, puisque c'est lui qui connaît le client et doit respecter les obligations de connaissance du client et de convenance au client. Cependant, le courtier chargé de compte doit également être doté des contrôles appropriés pour gérer les risques auxquels il s'expose en exécutant des ordres pour d'autres courtiers.

L'article 4 du règlement prévoit donc que le courtier participant peut raisonnablement attribuer à un autre courtier en placement inscrit, par une entente écrite et après examen approfondi, son contrôle sur les contrôles, politiques et procédures de gestion

des risques et de surveillance qu'il détermine. À notre avis, lorsque le courtier en placement remisier qui traite directement avec le client a accès plus facilement aux renseignements sur ce client que le courtier participant, il est susceptible d'évaluer plus efficacement les ressources financières et les objectifs de placement du client.

Nous nous attendons en outre à ce que le courtier participant conserve l'entente écrite conclue avec le courtier en placement où figure une description de l'attribution des contrôles, en application des obligations de tenue de dossiers auxquelles il est assujetti en vertu du Règlement 31-103.

Le paragraphe *d* de l'article 4 oblige le courtier participant à évaluer régulièrement la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance du courtier en placement dont il a attribué le contrôle. Nous nous attendons à ce qu'il effectue notamment une évaluation de la conformité du courtier en placement à l'entente écrite prévue au paragraphe *b* de l'article 4 du règlement. Une évaluation « régulière » s'entend d'une évaluation des contrôles, politiques et procédures effectuée au moins une fois l'an et chaque fois que des modifications de fond y sont apportées. Il appartient au participant au marché de déterminer s'il y a lieu d'effectuer des évaluations plus fréquentes dans les circonstances.

Le paragraphe *e* de l'article 4 prévoit que le courtier participant doit fournir immédiatement au personnel responsable de la conformité du courtier en placement remisier l'information sur les ordres et les opérations pour lui permettre d'exercer une surveillance plus efficace et efficiente des opérations.

L'attribution du contrôle ne dégage pas le courtier participant de ses obligations en vertu de l'article 3 du règlement, notamment de la responsabilité générale d'établir, de documenter, de maintenir et de faire respecter les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance appropriés et raisonnablement conçus, selon les pratiques commerciales prudentes, pour gérer les risques financiers, réglementaires et autres que comporte l'accès au marché ou l'octroi de l'accès électronique direct.

5. Utilisation de systèmes automatisés de production d'ordres

Le paragraphe 1 de l'article 5 du règlement dispose que l'utilisation de systèmes automatisés de production d'ordres ne doit pas nuire au bon ordre et à l'équité des marchés, notamment à la négociation équitable et ordonnée sur un marché donné ou sur le marché dans son ensemble ainsi qu'au bon fonctionnement d'un marché. Par exemple, l'envoi d'un flux continu d'ordres faisant baisser le cours d'un titre ou surchargeant les systèmes d'un marché peut être considéré comme nuisant au bon ordre et à l'équité des marchés.

Le sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 de l'article 5 du règlement oblige le participant au marché à avoir les connaissances et la compréhension nécessaires au sujet des systèmes automatisés de production d'ordres que lui-même ou ses clients, y compris les clients avec accès électronique direct, utilisent. Nous comprenons que certains clients ou tiers fournisseurs de services peuvent considérer que l'information détaillée sur les systèmes automatisés de production d'ordres est de nature exclusive. Toutefois, les ACVM s'attendent à ce que le participant au marché soit en mesure d'obtenir suffisamment d'information pour acquérir une connaissance et une compréhension de ces systèmes qui lui permettent de relever et gérer adéquatement les risques qu'ils représentent pour lui, peu importe qui, de lui ou de ses clients, en est l'utilisateur.

Le sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 5 prévoit que chaque système automatisé de production d'ordres doit être soumis aux tests appropriés. Le courtier participant ne doit pas nécessairement soumettre tous ceux de ses clients à des tests, mais il est tenu de s'assurer que ceux-ci ont fait l'objet des tests appropriés. On s'attend à ce que ces tests soient effectués conformément aux pratiques commerciales prudentes, ce qui signifie entre autres que le système devrait être mis à l'essai avant sa première utilisation et après toute modification importante.

CHAPITRE 3 OBLIGATIONS DES COURTIERS PARTICIPANTS OCTROYANT L'ACCÈS ÉLECTRONIQUE DIRECT

6. Octroi de l'accès électronique direct

Obligation d'inscription

Seuls les participants au marché qui répondent à la définition de « courtier participant » peuvent octroyer l'accès électronique direct à des clients. Un « courtier participant » s'entend d'un participant au marché qui est courtier en placement, du fait que l'octroi de l'accès électronique direct à un client entraîne l'obligation d'inscription prévue par la législation canadienne en valeurs mobilières applicable.

Personnes non admissibles à l'accès électronique direct

L'article 6 n'autorise pas l'octroi de l'accès électronique direct à une personne inscrite qui n'est pas courtier participant ou gestionnaire de portefeuille. Certains courtiers inscrits, comme les courtiers sur le marché dispensé, ne sont pas admissibles parce que nous ne voulons pas faciliter l'arbitrage réglementaire en ce qui touche à la négociation. Nous estimons que, pour avoir un accès direct aux marchés, le courtier inscrit devrait être membre de l'OCRCVM et, ainsi, directement assujetti aux règles de l'organisme, notamment aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) lorsqu'il accède aux marchés des titres de capitaux propres.

En ce qui concerne les personnes inscrites, le paragraphe 2 de l'article 6 restreint l'utilisation de l'accès électronique direct aux courtiers participants plutôt qu'à l'ensemble des courtiers en placement pour que le client avec accès électronique direct soit assujetti aux RUIM. Nous sommes d'avis que les exigences des RUIM qui sont applicables au client avec accès électronique direct contribuent, dans ce cas, à atténuer les risques réglementaires inhérents à l'accès électronique direct.

Services d'opérations exécutées sans conseils

L'accès électronique direct ne comprend pas les services d'opérations exécutées sans conseils fournis conformément aux règles de l'OCRCVM. Ces services s'entendent de l'exécution d'ordres de clients visant des opérations que le participant au marché n'a pas recommandées et auxquelles l'obligation de convenance au client ne s'applique pas. La prestation de services d'opérations exécutées sans conseils est régie par les règles de l'OCRCVM et n'équivaut pas à l'accès électronique direct. Étant donné que ces services sont offerts aux clients individuels, les ACVM s'attendent à ce que les ordres exécutés ainsi fassent l'objet d'un encadrement plus strict que les ordres acheminés au moyen de l'accès électronique direct, notamment en ce qui concerne la surveillance.

Nous somme d'avis qu'en général, les investisseurs individuels ne devraient pas utiliser l'accès électronique direct, mais plutôt acheminer leurs ordres en ayant recours à des services d'opérations exécutées sans conseils au sens des règles de l'OCRCVM et conformément à celles-ci. Cependant, il arrive parfois que des investisseurs individuels expérimentés disposent de moyens techniques leur permettant d'utiliser l'accès électronique direct (d'anciens négociateurs inscrits ou opérateurs en bourse, par exemple). Dans ces cas, nous nous attendons à ce que le courtier participant qui fournit l'accès électronique direct fixe des normes suffisamment élevées pour ne pas s'exposer à un risque excessif. Il pourrait être approprié de fixer des normes plus strictes que celles s'appliquant aux investisseurs institutionnels. Toutes les obligations relatives aux contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance s'appliqueraient dès l'octroi de l'accès électronique direct à l'investisseur individuel.

7. Normes applicables aux clients avec accès électronique direct

Normes minimales

La diligence raisonnable dont doit faire preuve le courtier participant envers ses clients est l'une des principales méthodes de gestion des risques liés à l'octroi de l'accès électronique direct. Par conséquent, l'article 7 prévoit qu'avant d'octroyer cet accès à un client, le courtier participant doit établir, maintenir et appliquer des normes appropriées en matière d'accès électronique direct, et évaluer dans chaque cas si le candidat à l'accès électronique direct les respecte. Pour établir, maintenir et appliquer ces normes, le courtier participant évaluerait les risques auxquels il s'expose en octroyant cet accès à un client donné. Il doit établir et maintenir les normes et les appliquer à tous ses clients. Le paragraphe 2 de l'article 7 énonce les normes minimales qui, selon les ACVM, doivent être appliquées pour faire en sorte que le client avec accès électronique direct possède les ressources financières nécessaires et une connaissance suffisante du système de saisie des ordres et des exigences des marchés et obligations réglementaires applicables.

Comme chaque courtier participant présente un profil de risque différent, nous donnons la possibilité d'établir les niveaux précis prévus par les normes minimales. Nous estimons toutefois que ces normes constituent le minimum requis du courtier participant pour gérer ses risques adéquatement. Le courtier participant devrait déterminer quelles normes supplémentaires il serait pertinent d'appliquer dans sa situation et celle de chaque candidat à l'accès électronique direct. Par exemple, certaines des normes que le courtier participant peut appliquer à un client institutionnel peuvent nécessiter des adaptations lorsqu'il s'agit d'établir s'il convient d'octroyer l'accès électronique direct à un client individuel donné.

Les autres facteurs dont le courtier participant pourrait tenir compte dans l'établissement des normes comprennent les sanctions antérieures imposées pour opérations irrégulières, la capacité reconnue de négociation responsable, les méthodes de surveillance du client avec accès électronique direct ainsi que la stratégie de négociation qu'il propose et les volumes d'opérations s'y rapportant.

Surveillance de la saisie des ordres

L'obligation au sous-paragraphe *d* du paragraphe 2 de l'article 7, qui prévoit la surveillance de la saisie des ordres au moyen de l'accès électronique direct, devrait favoriser la conformité des ordres aux exigences des marchés et obligations réglementaires et leur respect des normes minimales relatives à la gestion du risque, et contribuer à faire en sorte qu'ils ne nuisent pas au bon ordre et à l'équité des marchés.

Confirmation annuelle

Conformément au paragraphe 3 de l'article 7, le courtier participant doit confirmer, au moins une fois par année, que chaque client avec accès électronique direct respecte les normes minimales qu'il lui impose. Il peut utiliser le mode de confirmation de son choix. Il peut, par exemple, demander au client avec accès électronique direct une attestation annuelle écrite. Sinon, il devrait consigner par écrit qu'il a demandé cette confirmation afin de pouvoir démontrer qu'il a satisfait à cette obligation.

8. Entente écrite

L'article 8 prévoit les stipulations qui doivent figurer dans l'entente écrite conclue entre le courtier participant et son client avec accès électronique direct. Le courtier participant est toutefois libre d'en ajouter.

Il est précisé au paragraphe *d* de l'article 8 que l'information demandée par le courtier participant à son client avec accès électronique direct dans le cadre d'une enquête ou procédure instituée par un marché, un fournisseur de services de réglementation, une autorité en valeurs mobilières ou un organisme d'application de la loi, et visant des

opérations effectuées au moyen de l'accès électronique direct, ne doit être fournie directement qu'à l'entité concernée afin d'en protéger la confidentialité.

9. Formation des clients avec accès électronique direct

Conformément au paragraphe 1 de l'article 9, avant d'octroyer l'accès électronique direct à un client, et si nécessaire après l'octroi, le courtier participant s'assure que le client a une connaissance suffisante des exigences des marchés et obligations réglementaires applicables. Ce que l'on considère comme « suffisante » variera selon les connaissances que possède chaque client. Le courtier participant doit évaluer les connaissances du client et déterminer la formation requise dans les circonstances. La formation doit au moins permettre au client de comprendre les exigences des marchés et obligations réglementaires applicables et la façon dont les opérations sont effectuées dans le système du marché. Le courtier participant peut exiger du client qu'il reçoive la même formation que les participants au marché s'il le juge nécessaire.

10. Identificateur client

Attribution d'un identificateur client

L'obligation d'attribuer un identificateur unique à chaque client avec accès électronique direct a pour but d'associer les ordres saisis sur un marché par l'accès électronique direct à leurs clients respectifs. Le règlement confie au courtier participant la responsabilité d'attribuer les identificateurs du client. Toutefois, conformément aux pratiques du secteur, il établira les identificateurs requis de concert avec le marché.

Inclusion de l'identificateur client dans chacun des ordres saisis sur un marché

Le paragraphe 3 de l'article 10 prévoit que le participant au marché doit veiller à ce que chaque ordre saisi sur un marché par le client avec accès électronique direct au moyen de l'accès électronique direct comporte l'identificateur client pertinent. Cette obligation ne vise pas à rendre public l'identificateur client. Ce dernier peut être indiqué dans un champ privé que seules les entités suivantes peuvent visualiser : 1) le courtier participant dont l'identificateur participant au marché a servi à saisir l'ordre; 2) le fournisseur de services de réglementation; 3) la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui surveille directement la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et applique les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101 et 4) la bourse ou le système de cotation et de déclaration d'opérations qui est reconnu pour l'application du règlement et qui surveille directement la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et applique les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101, et auquel le client avec accès électronique direct a accès.

11. Opérations effectuées par les clients avec accès électronique direct

Ordres de clients transitant par les systèmes du client avec accès électronique direct

Les ACVM estiment que les clients avec accès électronique direct ne devraient pas fournir leur accès électronique direct à leurs clients. Conformément au paragraphe 3 de l'article 11, lorsque le client avec accès électronique direct utilise l'accès électronique direct pour effectuer des opérations pour le compte de ses clients, les ordres des clients doivent transiter par ses propres systèmes avant d'être saisis sur un marché directement ou par l'intermédiaire d'un courtier participant.

Cette disposition vise à permettre certains arrangements auxquels les ACVM ne s'opposent pas, par exemple lorsqu'un client avec accès électronique direct agit comme « concentrateur » et regroupe les ordres des membres du même groupe que lui avant de les transmettre au courtier participant. Le fait d'exiger que les ordres transitent par les systèmes du client avec accès électronique direct permet à ce dernier d'imposer les contrôles qu'il juge nécessaires ou qui sont requis selon ses obligations de gestion des risques. Même si le

courtier participant est aussi tenu de se doter de contrôles, notamment de filtres automatiques pré-opérations, pour gérer ses propres risques, le client avec accès électronique direct est celui qui connaît son client et est donc susceptible d'être mieux placé pour déterminer les contrôles particuliers à appliquer à chaque client. Le courtier participant a la responsabilité de veiller à ce que le client avec accès électronique direct soit doté des contrôles appropriés pour surveiller les ordres saisis sur ses systèmes.

CHAPITRE 4 OBLIGATIONS DES MARCHÉS

12. Accessibilité de l'information sur les ordres et les opérations

Accès raisonnable

L'article 12 vise à ce que le participant au marché ait accès à l'information nécessaire pour s'acquitter de ses obligations en vertu du règlement et à ce que les règles, politiques, procédures, barème de droits ou pratiques du marché ne restreignent pas indûment l'accès à cette information.

Cette obligation est différente de celle prévue à la partie 7 du Règlement 21-101, selon laquelle les marchés doivent diffuser l'information relative aux ordres et aux opérations par l'entremise d'une agence de traitement de l'information. L'information à fournir conformément à l'article 12 du règlement devrait comprendre l'information privée incluse dans chaque ordre et opération, en plus de l'information publique diffusée par l'entremise de l'agence de traitement de l'information.

Accès immédiat à l'information sur les ordres et les opérations

Afin de fournir un accès raisonnable et immédiat à l'information sur les ordres et les opérations, l'emploi d'un utilitaire d'acheminement (*drop copy*) est jugée acceptable.

14. Contrôles du marché relatifs à la négociation électronique

Le sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 de l'article 14 oblige le marché à évaluer et à documenter régulièrement ses besoins en matière de contrôles, de politiques et de procédures de gestion des risques et de surveillance relatifs à la négociation électronique, en plus de ceux dont le participant au marché est tenu de se doter conformément au paragraphe 1 de l'article 3, et à veiller à ce que ces contrôles, politiques et procédures soient mis en œuvre en temps opportun. Le marché doit en outre évaluer et documenter régulièrement la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance mis en œuvre conformément au sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 de l'article 14. On attend du marché qu'il documente les conclusions de son évaluation, les lacunes décelées et les correctifs apportés, le cas échéant.

Il est important que le marché prenne les mesures qui s'imposent pour éviter de participer à des opérations nuisant au bon ordre et à l'équité des marchés. La partie 12 du Règlement 21-101 exige des marchés qu'ils élaborent des contrôles de gestion des risques relatifs aux systèmes. On s'attend donc à ce que le marché ait connaissance des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance de ses participants et évalue la nécessité d'en ajouter pour combler les lacunes dans la gestion des risques et pour garantir l'intégrité des activités de négociation sur le marché.

Évaluations régulières

Une évaluation « régulière » s'entend d'une évaluation des activités, règles, contrôles, politiques ou procédures du marché se rapportant aux méthodes de négociation électronique effectuée au moins une fois l'an et chaque fois que des modifications de fond y sont apportées. Il appartient au marché de déterminer s'il y a lieu d'effectuer des évaluations plus fréquentes dans les circonstances. Le marché devrait documenter et conserver une copie de ces évaluations en application de l'obligation de tenue de dossiers qui lui incombe en vertu du Règlement 21-101.

Mise en œuvre de contrôles, de politiques et de procédures en temps opportun

La signification de l'expression « en temps opportun » dépend des circonstances, notamment du degré du risque potentiel de causer un préjudice financier aux participants au marché et à leurs clients ou de nuire à l'intégrité du marché concerné et au marché dans son ensemble. Le marché doit faire de son mieux pour mettre en œuvre en temps opportun les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance nécessaires.

15. Seuils appliqués par le marché

En vertu de l'article 15, le marché doit prévenir l'exécution des ordres sur des titres cotés qui excèdent les seuils de cours et de volume fixés par son fournisseur de services de réglementation ou par le marché s'il est une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui surveille directement la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et applique des règles prévues par le Règlement 23-101.

Le seuil du cours fixé est celui dont conviennent ensemble les fournisseurs de services de réglementation, les bourses reconnues, les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations, de même que les bourses et systèmes de cotation et de déclaration d'opérations reconnus pour l'application du règlement qui fixent le seuil conformément au paragraphe 1 de l'article 15.

Les seuils de cours et de volume devraient empêcher l'exécution des ordres susceptibles de nuire au bon ordre et à l'équité du marché dans son ensemble en réduisant le nombre d'ordres erronés et la volatilité des cours.

Diverses méthodes peuvent être appliquées pour empêcher l'exécution de ces ordres. Cependant, les seuils normalisés sont un outil important de maintien du bon ordre et de l'équité du marché.

L'obligation pour les entités concernées de convenir d'un seuil s'applique également au seuil du cours des titres dont l'élément sous-jacent est un titre coté.

Nous nous attendons à ce que le seuil de cours d'un titre coté donné soit le même sur tous les marchés. Il peut néanmoins y avoir des écarts entre le seuil de cours réel d'un titre coté et celui d'un titre dont l'élément sous-jacent est le titre coté en question.

16. Opérations clairement erronées

Application de l'article 16

En vertu de l'article 16, le marché doit être en mesure d'annuler, de modifier ou de corriger une opération. Cette obligation s'applique dans le cas où le marché décide d'annuler, de modifier ou de corriger une opération ou son fournisseur de services de réglementation lui en donne l'instruction.

Nous signalons que l'obligation, prévue à l'article 16, selon laquelle le marché ne peut annuler, modifier ou corriger une opération que si son fournisseur de services de réglementation lui en donne l'instruction ne s'applique pas lorsque la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations surveille directement la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et applique les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101.

Annulation, modification ou correction nécessaire pour corriger un défaut de fonctionnement des systèmes ou des technologies ou une erreur des systèmes ou du matériel du marché

En vertu du sous-paragraphe *c* du paragraphe 2 de l'article 16, le marché peut annuler, modifier ou corriger une opération lorsque cette mesure est nécessaire pour

corriger une erreur découlant d'un défaut de fonctionnement des systèmes ou des technologies touchant les systèmes ou le matériel du marché dans l'exécution de l'opération. Si le marché recourt à un fournisseur de services de réglementation, il doit obtenir son autorisation au préalable.

Parmi les erreurs découlant d'un défaut de fonctionnement des systèmes ou des technologies, on note le cas où le système exécute une opération à des conditions qui sont incompatibles avec les conditions explicites imposées à l'ordre par le participant au marché, ou comble des ordres au même cours d'une manière ou dans une séquence qui est incompatible avec la manière ou la séquence stipulée sur ce marché. Comme autre exemple, on peut citer le cas où les systèmes ou le matériel du marché devaient calculer le cours en fonction d'un cours de référence donné, mais ne l'ont pas fait correctement.

Politiques et procédures

Pour que les politiques et procédures établies par le marché conformément aux obligations prévues au paragraphe 3 de l'article 16 soient « raisonnables », elles doivent être claires et compréhensibles pour tous les participants au marché.

Elles devraient également permettre leur application uniforme. Le marché qui décide, par exemple, d'étudier les demandes d'annulation, de modification ou de correction d'opérations conformément au sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 16 les étudiera toutes, sans égard à l'identité de la contrepartie. S'il décide d'établir des paramètres à respecter pour qu'une demande soit étudiée, il devrait les appliquer uniformément à toutes les demandes et n'exercera pas son pouvoir discrétionnaire pour refuser une annulation ou une modification lorsque les paramètes établis sont respectés et que les parties concernées ont donné leur consentement.

Lorsqu'il établit des politiques et procédures conformément au paragraphe 3 de l'article 16, le marché devrait aussi examiner les autres politiques et procédures qui pourraient être utiles dans le règlement des conflits d'intérêts éventuels.

Draft Regulation

Securities Act
(R.S.Q. c. V-1.1, s. 331.1, pars. (11), (26), (32) and (34); s. 331.2)

Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces

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 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces.*

Draft *Policy Statement to Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces* is also published hereunder.

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing before **July 8, 2011**, to the following:

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
Fax: (514) 864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Further information

Further information is available from:

Serge Boisverst
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4358
Toll-free : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Élaine Lanouette
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4356
Toll-free : 1 877 525-0337
elaine.lanouette@lautorite.qc.ca

April 8, 2011

Notice

Draft *Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces*

I. INTRODUCTION

The Canadian Securities Administrators (CSA or we) are publishing draft *Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces* (Draft Regulation) and Policy Statement to *Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces* (Draft Policy Statement) for comment. The Draft Regulation introduces provisions governing electronic trading by marketplace participants and their clients. It also introduces specific obligations for direct electronic access (DEA).[1] DEA does not include retail trading whereby clients access accounts through the internet.

The Draft Regulation would also provide a regulatory regime for DEA.

CSA staff have been working closely with staff of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) on the development of the Draft Regulation. IIROC staff have shared their knowledge and expertise regarding many of the issues being raised by electronic trading and we thank them for their valuable contribution.

II. DISCUSSION

1. Evolution of the Canadian Market

The Canadian equity market has changed dramatically in recent years. It has moved from a single marketplace environment to multiple marketplaces with exchanges and alternative trading systems (ATSs) trading the same securities. As the markets have evolved, technology has also evolved, increasing the speed, capacity and complexity of how investors trade.

In Canada, electronic trading has been used for many years. The Toronto Stock Exchange was one of the first fully electronic exchanges in the world. Over the past few years, the use of technology has proliferated and the introduction of new marketplaces has driven the need by marketplaces to continuously improve technology by making it faster and more efficient and effective to execute trading strategies. Participants are also using strategies and algorithms that are increasingly complex and demand greater investments in technology and capacity by the participant as well as regulators, vendors and marketplaces.

In addition, technology has enabled marketplace participants to facilitate access by their clients to marketplaces. For example, DEA has enabled clients to use their own systems or algorithms to directly send orders to the marketplaces of their choice. In certain instances this trading goes through the systems of a dealer where pre-trade controls are used while in others, orders do not pass through a dealer's systems and no controls are in place. These DEA clients are usually large, institutional investors with regulatory obligations of their own. However, they may be retail clients that have particular sophistication and resources to be able to manage DEA in accordance with the standards set by a participant dealer.[2]

Market events, such as the May 6, 2010 "flash crash" have illustrated that the speed and complexity of trading require a greater focus on controls designed to mitigate the risks

---

[1] Section 1 of the Draft Regulation defines "direct electronic access" as "the access to a marketplace provided to a client of a participant dealer through which the client transmits orders, directly or indirectly, to the marketplace's execution systems under a marketplace participant identifier without re-entry or additional order management, by the participant dealer".

[2] Section 1 of the Draft Regulation defines "participant dealer" as "a marketplace participant that is an investment dealer".

of these technological changes. Globally, regulators are looking at the risks associated with electronic trading, including DEA, and are introducing frameworks to address them (see section III.4 below).

2. Risks of Electronic Trading

As stated, the Canadian market has undergone a very rapid evolution in structure. With the proliferation of the use of complicated technology and strategies, including high frequency trading strategies, comes increased risks to the market. These risks are described below.

(i) Liability Risk

Liability risk relates to the risk to the market where there is uncertainty as to which party will bear the ultimate responsibility of any financial liabilities, regulatory transgressions or market disruptions incurred through electronic trading. Marketplace participants have indicated that there exists uncertainty in some instances regarding ultimate responsibility in relation to trades occurring pursuant to DEA.

As electronic trading gets faster, there is a greater risk of issues occurring that result in liability. For example, systems failures or the execution of erroneous trades may cause losses or situations where parties are manipulating the market using DEA. There is a need to have clarity as to who will be held responsible for ensuring that these risks are appropriately and effectively controlled and monitored.

(ii) Credit Risk

Credit risk is the risk that a marketplace participant, specifically a dealer, will be held financially responsible for trades that are beyond its financial capability, as well as the broader systemic risk that may result if the dealer is unable to cover its financial liabilities.

The speed at which orders are entered into the market by marketplace participants or DEA clients increases the risk that without controls, trades may exceed credit or financial limits. This may occur because marketplace participants or clients cannot keep track of the orders being entered or because erroneous trades are entered and executed because no controls or a lack of proper controls exist to stop them. Systemic risk may arise if a dealer's failure spreads to the market as a whole.

(iii) Market Integrity Risk

Market integrity risk refers to the risk that the integrity of the market and confidence in the market may be diminished if there is a lack of compliance with marketplace and regulatory requirements.

Without the appropriate electronic controls in place, there is a risk of greater violations of regulatory requirements in an environment where trading cannot be monitored manually. This would impact the willingness of investors to participate in the Canadian market.

(iv) Sub-delegation Risk

Sub-delegation risk relates to the risk associated with the practice of a DEA client passing on the use of the marketplace participant identifier of the dealer to another entity (sub-delegatee). The main risks with this practice relate to the ability of a marketplace participant to manage the risks it faces in offering DEA to a particular client. This risk may be triggered by the lack of control in identifying the original sender of an order, the inability to ascertain the suitability of the sub-delegatee to be a DEA user or the inability to have recourse against a client in a jurisdiction that does not share information. Insufficient risk control regarding a sub-delegatee could impair a participant dealer or have an adverse effect on market integrity.

(v) Technology or System Risks

Technology or system risks relate to the possibility for failure of systems or technology and the impact of that failure. The risk arises due to the high degree of connectivity and rapid speed of communication among marketplaces, marketplace participants and DEA client systems required for electronic trading. These inter-connections and the speed at which trading takes place raises concern about the potentially wide-reaching unintended consequences of trading in this type of environment. The potential problems may be due to the impact of systems failures by marketplaces, vendors or clients, lack of capacity, programming errors in algorithms, or erroneous trades. In addition, technology or systems failures that impact the ability of investors to trade or the prices that they receive for execution, introduce the risk of cancellations or variations of trades which would impact investor confidence in the market. This may lead investors, and particularly DEA clients, to trade in other countries.

(vi) Risk of Regulatory Arbitrage

The risk of regulatory arbitrage arises if rules relating to electronic trading and DEA across Canada are not addressed in a manner consistent with global standards and in particular with U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) rules in this area (either more restrictive or permissive). If Canadian rules are too stringent, then order flow may migrate to jurisdictions with less restrictive requirements. However, if the Canadian rules are too accommodating, then those that want to avoid rules in other jurisdictions may trade in Canada, increasing the risk to the Canadian market.

3. Current Regulatory Requirements

Currently, there are no rules that apply specifically to electronic trading. There are requirements on marketplaces regarding systems requirements[3] and there are general requirements at the IIROC level for business continuity plans for dealers, as well as the requirements under *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements and Exemptions* for a dealer to manage the risks to its business.[4] The only rules in place relating to client trading access are DEA specific rules or policies that are in place at the marketplace level. The main focus of the marketplace DEA rules is to prescribe certain clients that are eligible for DEA (referred to as the "eligible client list"), to require a written agreement between the dealer and the DEA client, to prescribe certain provisions to be included in the written agreement and set out certain system requirements relating to DEA. These rules vary between marketplaces and there is no consistent standard.

III. DESCRIPTION OF THE DRAFT REGULATION

Because of the increased risks to the Canadian market described above, the CSA have determined that a regulatory framework is necessary to ensure that marketplace participants and marketplaces are managing the risks associated with widespread electronic trading including high frequency trading.[5] The result is the development of the Draft Regulation, which includes requirements relating to DEA and is discussed in detail below.

Issues associated with DEA have been previously identified by the CSA. In April 2007, the CSA published for comment amendments to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) that in part related to addressing issues associated with

[3] Part 12 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101) requires marketplaces, for each of their systems that supports order entry, order routing, execution, trade reporting and trade comparison, to monitor and test systems capacity, review the vulnerability of the systems to threats, establish business continuity plans, perform an annual independent systems review and promptly notify us of any material systems failures.

[4] Subsection 11.1 (b) of Regulation 31-103 requires registered firms to establish, maintain and apply policies and procedures that establish a system of controls and supervision sufficient to manage the risks associated with its business in accordance with prudent business practices.

[5] The Draft Regulation addresses some of the risks of high frequency trading. Other issues, such as the impact of high frequency trading strategies on the market are being examined by some CSA jurisdictions.

direct market access (2007 Draft Amendments). Among other things, the 2007 Draft Amendments clarified the obligations of marketplaces, dealers and dealer-sponsored participants when in a DEA relationship, and introduced requirements such as training for dealer-sponsored participants. These amendments were not taken forward but comments received were reviewed and have been summarized in Appendix A of this Notice. We thank all commenters who took the time to respond to our request for comments.

We are proposing the creation of a new regulation that would expand the scope of the 2007 Draft Amendments to regulate electronic trading generally in addition to the specific topic of DEA. We are of the view that the expanded scope of the Draft Regulation will more effectively aid in addressing areas of concern brought about by electronic trading discussed below.

In addition to reviewing the comments received, as part of the process to develop the Draft Regulation, CSA staff met with numerous marketplaces, marketplace participants and service vendors to better understand the current DEA landscape and the issues related to electronic trading. Staff enquired about a range of topics including the vetting of clients, the types of trade monitoring employed, the use of automated order systems, and whether sub-delegation was permitted or used. The information gathered has helped shape our perspective as to how to address the risks associated with electronic trading and DEA in particular. We would like to thank all of the participants who met with us and provided their views.

1. Requirements Applicable to Marketplace Participants

The Draft Regulation would impose requirements on marketplace participants[6] that electronically access marketplaces (exchanges and ATSs). The purpose of these requirements is to ensure that marketplace participants have the appropriate policies, procedures and controls in place that ensure that the risks described above are prevented or managed. The requirements apply to all electronic trading whether performed by the marketplace participant or by a client that has been granted DEA and who enters orders using a marketplace participant identifier.

(i) Marketplace Participant Controls, Policies and Procedures

The Draft Regulation would require a marketplace participant to establish, maintain and ensure compliance with appropriate risk management and supervisory controls, policies and procedures designed to manage the financial, regulatory and other risks associated with marketplace access or providing DEA to clients.[7]

In establishing the risk management and supervisory controls, policies and procedures, a marketplace participant must:

- ensure all order flow is monitored, including automated pre-trade controls and regular post-trade monitoring that are designed to systematically limit financial exposure and ensure compliance with marketplace and regulatory requirements[8];

- have direct and exclusive control over the controls, policies and procedures[9]; and

- regularly assess and document the adequacy and effectiveness of the controls, policies and procedures.[10]

---

[6] Section 1.1 of Regulation 21-101 defines “marketplace participant” as “a member of an exchange, a user of a quotation and trade reporting system, or a subscriber of an ATS”.
[7] Proposed paragraph 3(1)(a).
[8] Proposed subsections 3(2) and 3(3).
[9] Proposed subsection 3(4).
[10] Proposed subsection 3(6).

The policies and procedures must be in written form and the controls, which we expect to be electronic, will have to be described in a narrative form that is documented by the marketplace participant.[11]

These requirements would apply to all electronic trading, including but not limited to DEA and would ensure that all orders for which the marketplace participant is responsible are subject to policies, procedures and controls. We have proposed these requirements because in our view, the risks associated with electronic trading through DEA equally arise when the marketplace participant is entering orders electronically. This will limit the financial, regulatory and other risks associated with electronic trading by clients as well as dealers.

The Draft Regulation sets out a number of specific controls that the marketplace participant must have. It specifically would require controls or requirements that:

- prevent the entry of orders that exceed appropriate pre-determined credit or capital thresholds,
- prevent the entry of erroneous orders in terms of size or price parameters,
- ensure compliance with applicable marketplace and regulatory requirements on a pre- and post-trade basis,
- limit the entry of orders to securities for which the particular marketplace participant or DEA client is authorized to trade,
- restrict access to trading only to persons authorized by the marketplace participant,
- ensure compliance staff of the marketplace participant receive immediate order and trade information,
- enable the marketplace participant to immediately stop or cancel one or more orders entered by the marketplace participant or DEA client,
- enable the marketplace participant to immediately suspend or terminate any DEA granted to a DEA client, and
- ensure that the entry of orders does not interfere with fair and orderly markets.[12]

We note that under the Draft Regulation, a marketplace participant would be able use the technology of a third party when implementing its risk management or supervisory controls, policies and procedures as long as the third party providing such services is independent of any DEA client of the marketplace participant and the marketplace participant is able to directly and exclusively manage the controls, policies and procedures including the setting and adjustment of filter limits.

(ii) Allocation of Control over Controls, Policies and Procedures

The Draft Regulation would require that a marketplace participant maintain direct and exclusive control over its risk management controls, policies and procedures.[13] However, in certain limited situations, we propose to permit a participant dealer to reasonably allocate control over specific risk management and supervisory controls, policies and procedures to another investment dealer that is directing trading to the

[11] Proposed paragraph 3(1)(b).
[12] Proposed subsection 3(3).
[13] Proposed subsection 3(4).

marketplace participant.[14] This is designed to address situations where the investment dealer may be in a better position to manage the risks associated with its trading because of its proximity to and knowledge of its clients. In addition, it can better manage certain responsibilities such as suitability and "know your client" obligations. The allocation of control is subject to a written contract and thorough and ongoing assessment by the participant dealer with respect to the effectiveness of the controls, policies and procedures of the investment dealer. However, allocating control would not excuse the participant dealer from its general obligations under the Draft Regulation.

(iii) Use of Automated Order Systems

The Draft Regulation would impose requirements related to the use of automated order systems.[15] An automated order system is defined as "any system used by a marketplace participant or a client of a marketplace participant to automatically generate orders on a pre-determined basis."[16] Specifically, the Draft Regulation would require that, as part of its risk management and supervisory controls, policies and procedures, a marketplace participant must ensure it has the necessary knowledge and understanding with respect to the automated order systems used by itself or any client. We recognize that much of the detailed information about a client's automated order systems may be considered confidential and proprietary. However this proposed requirement is designed to ensure that the marketplace participant has sufficient information to identify and manage its risks. In addition, automated order systems used by the marketplace participant or its DEA client would need to be appropriately tested before use and regularly tested in accordance with prudent business practices.

As well, the Draft Regulation would require controls that allow the marketplace participant to immediately prevent orders from such systems from reaching a marketplace.[17] This requirement is important so that marketplace participants are able to disable an algorithm or any automated order system that is sending erroneous orders or orders that may interfere with fair and orderly markets.

2. Requirements Specific to DEA

The Draft Regulation would impose a framework around the provision of DEA. The CSA are of the view that it is important to institute a consistent framework across marketplaces and marketplace participants for the offering and use of DEA to ensure that risks are appropriately managed. In addition, having a consistent framework reduces the risk of arbitrage among participant dealers providing DEA and also among marketplaces that have different standards or requirements.

The approach we have taken supports the principle that marketplace participants, including participant dealers, are responsible for all orders entered onto a marketplace using their marketplace participant identifier. If a participant dealer chooses to provide its number to a client, it is the participant dealer's responsibility to ensure that the risks associated with providing that number are adequately managed. To do that, a participant dealer must assess its own risk tolerance and develop policies, procedures and controls that will mitigate the risks that it faces. In addition, the participant dealer should be setting the appropriate minimum standards, assessing the appropriate training and ensuring that due diligence is conducted on each prospective DEA client.

(i) The Provision of DEA

Part of addressing the risks associated with DEA requires participant dealers to conduct due diligence with respect to clients who are to be granted this type of access. This due diligence performed by the participant dealer providing DEA is a critical defence in managing many of the DEA risks outlined earlier and necessitates a thorough vetting of

[14] Proposed section 4.
[15] Proposed section 5.
[16] Proposed section 1.
[17] Proposed paragraph 5(2)(c).

potential clients accessing marketplaces under their marketplace participant identifier. The Draft Regulation establishes that only a participant dealer, defined as a marketplace participant that is an investment dealer, may provide DEA.[18] This is because we consider the provision of DEA to be a trigger for the registration requirements under securities legislation.

The Draft Regulation states that DEA can only be provided to a registrant that is a participant dealer (a marketplace participant that is a registered investment dealer and IIROC member) or a portfolio manager. We propose to preclude exempt market dealers from being able to act as DEA clients because in our view, a dealer that wants DEA should not be able to "opt-out" of the application of the Universal Market Integrity Rules (UMIR) and should be an IIROC member. In other words, this exclusion would prevent regulatory arbitrage. This exclusion would not prevent dealers that are not participant dealers from sending orders to executing dealers; it would only preclude them from using DEA. **We ask for specific feedback on this issue.**

We have not specifically proposed to exclude individuals from obtaining DEA access. It is our view that retail investors should not be using DEA and should be routing orders through order-execution accounts that are offered by discount brokers and subject to specific supervision requirements under IIROC dealer member rules.[19] However, there are some circumstances in which individuals are sophisticated and have access to the necessary technology to use DEA (for example, former registered traders or floor brokers). In these circumstances, we would expect that the participant dealer offering DEA would set standards high enough to ensure that the participant dealer is not exposed to undue risk. It may be appropriate for these standards to be higher than those set for institutional investors. All requirements relating to risk management and supervisory controls, policies and procedures would apply. **We would like specific feedback on whether individuals should be permitted DEA or whether DEA should be limited to institutional investors[20] and a limited number of other persons such as former registered traders or floor brokers.**

(ii) Requirements Applicable to Participant Dealers Providing DEA

Minimum Standards

The Draft Regulation would require participant dealers to set appropriate standards that their clients must meet before providing them with DEA.[21] These standards must include that:

- the client has appropriate financial resources,
- the client has knowledge of and proficiency in the use of the order entry system,
- the client has knowledge of and ability to comply with all applicable marketplace and regulatory requirements, and
- the client has adequate arrangements in place to monitor the entry of orders through DEA.[22]

We have not included an "eligible client list" in the Draft Regulation and are of the view that setting minimum standards is more appropriate. This view is consistent with other jurisdictions globally.

---

18 Proposed subsection 6(1).
19 IIROC Dealer Member Rule 3200.
20 An institutional investor may include an "institutional customer" as defined under IIROC dealer member rules or an "accredited investor" as defined under Canadian securities legislation.
21 Proposed subsection 7(1).
22 Proposed subsection 7(2).

Written Agreement

The Draft Regulation would also require that participant dealers enter into a written agreement with each DEA client.[23] The agreement must provide that:

- the DEA client will comply with marketplace and regulatory requirements,
- the DEA client will comply with product limits or credit or other financial limits specified by the participant dealer,
- the DEA client will maintain all technology security and prevent unauthorized access,
- the DEA client will cooperate with regulatory authorities,
- the participant dealer can reject, vary, correct or cancel orders or can discontinue accepting orders,
- the DEA client will notify the participant dealer if it fails to, or expects to fail to, meet the minimum standards set by the participant dealer,
- when the DEA client is trading for the accounts of its clients, the client orders will flow through the systems of the DEA client, and
- when trading for accounts of its clients, the DEA client will ensure that the client meets the standards set by the participant dealer and that there is a written agreement in place between the DEA client and its client.

These requirements set the minimum that the CSA view as necessary to establish a framework within which DEA should be provided. It has been left open to participant dealers to impose additional terms that they deem necessary to manage the risks associated with DEA.

Training for a DEA Client

Prior to providing DEA to a client, the participant dealer would also need to satisfy itself that the prospective DEA client has adequate knowledge with respect to marketplace and regulatory requirements.[24] In assessing the knowledge level of the client, the participant dealer must determine what, if any, training is required to ensure the management of risks to the participant dealer and the market in general, from providing the client with DEA.

Unlike in the 2007 Draft Amendments, we are not dictating a specific course or courses that a prospective DEA client must take. We are of the view that the participant dealer, in managing its risks, should turn its mind to what level of knowledge is appropriate for a client in order to be granted DEA in the Canadian trading environment. This is consistent with the philosophy that each dealer must assess its own risk tolerance in developing its standards and policies and procedures relating to DEA.

Client Identifiers

In order to identify the specific client behind each trade, the Draft Regulation would also require that each DEA client be assigned a unique identifier that must be associated with every order and would be kept as part of the audit trail.[25] We expect that the participant dealer would work with the various marketplaces to obtain these identifiers, and that each order entered on a marketplace by a DEA client using DEA contains this

[23] Proposed section 8.
[24] Proposed section 9.
[25] Proposed section 10.

identifier. Currently, a number of marketplaces track DEA client trading by using unique client identifiers. This requirement imposes the usage of the identifier on all participant dealers.

In addition, the Draft Regulation would require that the participant dealer provide the unique client identifier to all regulation services providers monitoring trading (currently, IIROC).[26] This facilitates IIROC's ability to monitor trading by DEA clients across multiple participants and multiple marketplaces.

Trading by DEA Clients

Under the Draft Regulation, we have limited the ability of a DEA client to trade using DEA. Generally, a DEA client may only trade for its own account when using DEA provided by a participant dealer.[27] However, certain DEA clients are permitted to trade using DEA for the accounts of their clients. Specifically, these clients are participant dealers, portfolio managers and any entity that is analogous to these categories which is authorized in a foreign jurisdiction that is a signatory to the IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding.[28] Finally, we have proposed that a DEA client cannot pass on its DEA to another person.[29]

By proposing that certain DEA clients may trade for the accounts of their clients, we have facilitated certain arrangements currently in place. For example, global dealers often use "hubs" that aggregate orders from various subsidiaries before sending those orders through an affiliate participant dealer. The Draft Regulation would enable foreign affiliates to act as DEA clients, but would require the orders aggregated from other affiliates to pass through their systems before being sent to the participant dealer for execution. What we have prohibited is those foreign affiliates that are not DEA clients from sending orders directly to the participant dealer, with whom they have no contract and no relationship.

We have proposed these limitations because we are of the view that it is inappropriate for DEA clients to sub-delegate their DEA, or allow their clients to trade using DEA and send orders directly to a participant dealer or a marketplace. Doing this exacerbates the risks to the Canadian market and widens the breadth of market access to participants who do not have any incentive or obligation to comply with the regulatory requirements or financial, credit or position limits imposed upon them.

3. Requirements Applicable to Marketplaces

As part of the Draft Regulation, we have proposed requirements on marketplaces relating to electronic trading. Marketplaces, under Regulation 21-101, are already subject to systems requirements.[30] However, the Draft Regulation would impose additional requirements that:

- require marketplaces to provide a marketplace participant with reasonable access to its order and trade information on an immediate basis,

- ensure that marketplace systems can support the use of DEA client identifiers,

- ensure that marketplaces have the ability and authority to terminate all or a portion of the access provided to a marketplace participant or DEA client,

[26] Proposed paragraph 10(2)(a).
[27] Proposed subsection 11(1).
[28] Proposed paragraph 11(2)(c).
[29] Proposed subsection 11(5).
[30] Regulation 21-101, Part 12.

- ensure that marketplaces regularly assess and document whether they require any risk management and supervisory controls, polices and procedures to ensure fair and orderly trading,

- ensure that marketplaces regularly assess and document the adequacy and effectiveness of any risk management and supervisory controls, policies and procedures they implement,

- require that marketplaces prevent the execution of orders outside of thresholds set by the regulation services provider or by a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101, and

- confirm the process for the cancellation, variation or correction of clearly erroneous trades.

These proposed requirements, along with those in Regulation 21-101, will serve as another level of protection against the risks of electronic trading including DEA, and will serve to supplement the risk management and supervisory controls, policies and procedures required by the marketplace participant.

(i) Order and Trade Information

The Draft Regulation sets out an obligation on marketplaces to provide their participants with reasonable access to their own order and trade information on an immediate basis.[31] We believe this is necessary to enable the marketplace participant to fulfill its obligations with respect to establishing and implementing the risk management and supervisory controls, policies and procedures previously outlined. Specifically, it ensures that the compliance personnel at the participant dealers obtain information regarding DEA client orders and trades so that they can appropriately monitor trading.

(ii) DEA Client Identifiers

As mentioned above, some marketplaces currently require orders from DEA clients to be accompanied by a unique client identifier. This requirement would standardize this practice by requiring all marketplaces, whether an exchange or ATS, to be able to support the use of these identifiers.

(iii) Marketplace Controls Relating to Electronic Trading

The Draft Regulation would require marketplaces to have the ability and the authority to immediately terminate access granted to a marketplace participant or DEA client.[32] This provision is not intended to provide marketplaces with full discretion to terminate without cause. An example of when this would be used is if it is discovered that an algorithm is sending orders in a “loop”. This risks the integrity of the participant dealer as well as fair and orderly trading on that marketplace. The existence of this provision is important to ensure that the marketplace can, if necessary, terminate access so that there is no further damage to the quality of the trading on that marketplace or contagion to the rest of the market.

The Draft Regulation would also require that marketplaces assess what risk management and supervisory controls, policies and procedures are required at the marketplace level in addition to those required by their marketplace participants. This is to ensure that marketplaces do not interfere with fair and orderly markets.[33] These controls, policies and procedures should be assessed on a regular basis (at least annually) to ensure

[31] Proposed section 12.
[32] Proposed subsection 14(1).
[33] Section 14 of Draft Policy Statement.

they are adequate and effective.[34] The purpose of this requirement is to ensure that the marketplace is aware of the risk management and supervisory controls required by its participants and assesses whether there are any gaps. Those gaps must be filled by the marketplace by either introducing requirements for its participants or by introducing the controls on its own.

(iv) Marketplace Thresholds

The Draft Regulation would also establish the requirement for marketplaces to prevent the execution of orders beyond certain thresholds determined by a regulation services provider or by a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101.[35] These marketplace thresholds would be designed to limit the risks associated with erroneous or "fat finger" orders impacting the price of a particular security at the marketplace level, and resulting in a market which is not fair or orderly. This requirement is being proposed as part of the follow-up to the events of May 6, 2010. We are of the view that standardized thresholds across all marketplaces are necessary and that a regulation services provider, where applicable, is in the best position to set those thresholds. We believe that these marketplace thresholds will complement both the IIROC Single Stock Circuit Breaker proposal published in November 2010, and IIROC's existing ability to issue regulatory halts.

(v) Clearly Erroneous Trades

We are of the view that the combination of controls required by the Draft Regulation should prevent many erroneous trades from occurring. However, we have included an additional requirement whereby a marketplace must have the capability to cancel, vary or correct a trade on its own, or where instructed to do so by its regulation services provider.[36] The Draft Regulation would also establish the circumstances under which a marketplace may cancel, vary or correct a trade, if that marketplace has retained a regulation services provider. Specifically, the marketplace may cancel, vary or correct a trade when:

- instructed to do so by its regulation services provider,

- the cancellation, correction or variation is requested by a party to the trade, consent is provided by both parties to the trade and the regulation services provider is notified, or

- the cancellation, correction or variation is necessary to correct a systems issue in executing the trade, and permission to cancel, vary or correct the trade has been obtained from the regulation services provider.

Additionally, the marketplace must have reasonable policies and procedures that clearly outline the processes by which that marketplace will cancel, correct or vary a trade, and these policies and procedures must be publicly available. [37]

4. Other Jurisdictions

In developing the Draft Regulation, we have closely reviewed a number of international initiatives such as Rule 15c3-5, *Risk Management Controls for Brokers or Dealers with Market Access*, adopted by the SEC in November 2010[38], the final report prepared by the International Organization of Securities Commissions' (IOSCO) Standing

[34] Proposed subsection 14(2).
[35] Proposed section 15.
[36] Proposed section 16.
[37] Proposed subsection 16(3).
[38] Published at: http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-63241.pdf

Committee, *Principles for Direct Electronic Access to Markets* published in August 2010[39] (IOSCO DEA Report), the Australian Securities and Investments Commission (ASIC) *Consultation Paper 145: Australian Equity Market Structure: Proposals*[40], and the European Commission *Review of the Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) published in December of 2010.[41]

The IOSCO DEA Report sets out principles intended to be used as guidance for jurisdictions that allow or are considering allowing the use of DEA. They include minimum financial standards for DEA clients, the establishment of a legally binding agreement between the marketplace participant providing market access and the DEA client, and the existence of effective controls to manage the risks associated with electronic trading at both the marketplace and marketplace participant level. The requirements in the Draft Regulation are in line with the principles established by IOSCO.

In the U.S., Rule 15c3-5 requires brokers or dealers with access to trading on a marketplace including those providing DEA, to implement risk management controls and supervisory procedures reasonably designed to manage the financial, regulatory and other risks of this business activity. This rule effectively prohibits broker-dealers from providing unfiltered access to any marketplace.

In Australia, the ASIC Consultation Paper 145 is similar to the Draft Regulation in that it would require a market participant providing DEA to ensure that clients meet minimum standards with respect to financial resources, and proficiency with regulatory requirements and the use of systems. Additionally, there are similarities surrounding the use of automated order systems, in that they both establish requirements for participants and participant dealers to ensure that the use of such systems do not interfere with fair and orderly trading, and that all automated order systems used by the participant or a client of the participant are appropriately tested and that the nature of the systems are appropriately understood.

The European Commission's review of MiFID proposes requirements for automated trading, defined as "trading involving the use of computer algorithms to determine any or all aspects of the execution of the trade such as the timing, quantity and price".[42] The review suggests the introduction of requirements for firms involved in automated trading to have robust risk controls to mitigate potential trading system errors, and that regulators be notified of what computer algorithms are employed, including explanations of their purpose and how they function. With respect to DEA, the review recommends that firms which provide "sponsored access" to automated traders would also have in place robust risk controls and filters "to detect errors or attempts to misuse facilities".

IV. AUTHORITY FOR THE DRAFT REGULATION

In those jurisdictions in which the Draft Regulation is 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 Draft Regulation.

V. COMMENTS AND QUESTIONS

We invite all interested parties to make written submissions with respect to the draft *Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces*.

---

39 Published at: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf

40 Published at: http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/cp-145.pdf/$file/cp-145.pdf

41 Published at: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf

42 Published at: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf at page 15.

Please address your comments to all of the CSA member commissions on or before July 8, 2011, as indicated below:

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Manitoba Securities Commission
New Brunswick Securities Commission
Nova Scotia Securities Commission
Superintendent of Securities, Department of Justice, Government of Northwest Territories
Superintendent of Securities, Yukon
Superintendent of Securities, Nunavut
Superintendent of Securities, Consumer, Corporate and Insurance Services, Office of the Attorney General, Prince Edward Island
Saskatchewan Financial Services Commission
Superintendent of Securities, Government Services of Newfoundland and Labrador
Ontario Securities Commission

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

c/o 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
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Élaine Lanouette
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 ext. 4356
elaine.lanouette@lautorite.qc.ca

Sonali GuptaBhaya
Ontario Securities Commission
416-593-2331
sguptabhaya@osc.gov.on.ca

Barbara Fydell
Ontario Securities Commission
416-593-8253
bfydell@osc.gov.on.ca

Tracey Stern
Ontario Securities Commission
416-593-8167
tstern@osc.gov.on.ca

Kent Bailey
Ontario Securities Commission
416-595-8945
kbailey@osc.gov.on.ca

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889

13

mtassie@bcsc.bc.ca lorenz.berner@asc.ca

April 8, 2011

14

Appendix A

Summary of public comments on draft amendments to *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* and *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* regarding direct market access and Canadian Securities Administrators responses

Comments	***CSA Responses***
Definition of Dealer-Sponsored Access One commenter pointed out that the use of the terms "electronic connection" and "access its order routing system" in the definition of "dealer sponsored access" can be broadly interpreted to include almost any order that is electronically transmitted to a dealer and if taken literally, could include orders where there may be no trader intervention but is clearly not a case of direct access to a marketplace i.e. algorithmic trades, program trades and list based trades. This commenter believes that it is important to clarify that any direct market access (DMA) requirements would only be intended to cover sponsored trading access by non-participating organizations where there was no possible intervention by the sponsoring participating organization.	The Draft Regulation is designed to expand the scope of the 2007 Draft Amendments to regulate electronic trading generally in addition to specifically addressing DEA. We believe many of the risks can be applied to both.
Question 24: Should DMA clients be subject to the same requirements as subscribers before being permitted access on a marketplace?	
Comments	***CSA Responses***
The majority of commenters do not believe that DMA clients should be subject to the same requirements as subscribers. Many feel that ultimate responsibility for DMA clients should remain with subscribers. Reasons cited for this position include that: (i) it is the subscribers who are best suited to contractually impose standards on their DMA clients and monitor and oversee the trading activity of their DMA clients; (ii) imposing additional requirements on the end client would result in unnecessary duplication of cost and effort and would create confusion over who is ultimately responsible for ensuring compliance with various rules; and (iii) the proposed requirement would reduce DMA activity on Canadian markets and motivate DMA clients to trade inter-listed securities in foreign marketplaces which in turn would harm Canadian markets.	The Draft Regulation represents a change in approach to the 2007 Draft Amendments. The Draft Regulation would hold marketplace participants responsible for managing the risks associated with electronic trading, whether these orders are their own or those of a DEA client. We propose that a participant dealer providing DEA must establish appropriate standards, and assess whether each client meets these standards prior to granting DEA. The Draft Regulation would allow the participant dealer to reasonably allocate specific risk management and supervisory controls to a DEA client who is an investment dealer. This allocation would be set out in a written agreement, so there should be no confusion as to who is ultimately responsible.

Two commenters noted that the U.S. does not have similar regulations for DMA clients regarding access to marketplaces.	We do not believe the Draft Regulation is significantly more restrictive than other jurisdictions, such that trading would shift to foreign marketplaces. The U.S. Rule 15c3-5 establishes a framework similar to the Draft Regulation.
One commenter suggested that through each DMA client obtaining a unique trader ID, RS would be able to monitor DMA client account activity across participants and marketplaces and that this should address regulatory concerns regarding DMA trading. As well, this commenter also believes that the ability of the marketplace to revoke a DMA client's access trading privileges is sufficient to obtain compliance with RS investigations from DMA clients and that contracts between RS and DMA clients are not necessary.	The CSA are of the view that through the proposed participant dealer requirement to assign each DEA client a DEA client identifier and ensure that this identifier appears on each DEA order, the regulation services provider will be able to effectively monitor DEA activity.
One commenter cited that they strongly opposed requiring DMA clients to enter into an agreement with the regulation services provider or subjecting DMA clients to other regulations beyond general market integrity rules on the following: just and equitable principles, prohibition of manipulative or deceptive trading methods and improper orders and trades. To follow a similar approach in the U.S., this commenter suggested that the onus of ensuring compliance with applicable market integrity rules and providing user training should be placed on the sponsor, which can be clarified contractually through user agreements between the sponsor and the user as appropriate. A couple of commenters mentioned that a DMA client may not be in a position to ensure that their orders are ultimately routed and marked correctly since these orders must first pass through the participating organization's systems and they cannot be responsible for any technical rule violations caused by systems issues at the sponsoring firm. A few commenters were supportive of DMA clients having the same requirements as all other participants.	The Draft Regulation would not require contracts between the regulation services provider and the DEA client. The participant dealer must provide each DEA client identifier and associated client name to the regulation services provider.
One commenter was of the view that only properly registered participants and approved ATS subscribers should have direct access to the marketplace in order to ensure efficient and orderly markets.	The Draft Regulation sets out that participant dealers may not provide DEA to a registrant other than a participant dealer or portfolio manager.

2

Training Some commenters mentioned that the training requirement for DMA clients should be relevant and that the current Canadian Securities Institute's Trader Training Course is not appropriate as it is often out of date and covers more material than is relevant for DMA clients. Two commenters suggested that the current TSX and TSX Venture DMA rules that require the dealer to provide training and updates is an appropriate way to ensure clients are trained. One commenter suggested that the regulators could set a higher standard and provide clearer expectations of the material to be covered by required training programs and provide assistance with issuing notices and regulatory updates designed for DMA clients. One commenter not in support of having DMA clients take a standardized trader training course contended that this requirement would serve as an impediment, especially if each jurisdiction imposed a specific trader training course requirement for access to local marketplaces in that jurisdiction. This commenter suggested that if a training course requirement is imposed there should be an exemption for foreign DMA clients. Another commenter indicated that training to attain such high a level of trading proficiency is not justified for the amount of trading that they presently engage in.	The Draft Regulation does not establish specific requirements or minimum levels of education required for DEA clients. It would place an obligation on the participant dealer to satisfy itself that a client has adequate knowledge of applicable marketplace and regulatory requirements and the standards established by the participant dealer.
Question 25: Should the requirements regarding dealer-sponsored participants apply when the products traded are fixed income securities? Derivatives? Why or why not?	
Comments	***CSA Responses***
The majority of commenters that responded to this question believe that the requirements regarding dealer-sponsored participants should not apply to over-the-counter products such as fixed income and derivative products. Some reasons cited for this view include: that there is no central order book with price transparency; the structure of non-exchange listed fixed income and derivative products is fundamentally different than equities; and the perceived regulatory burden could potentially discourage usage by dealer-sponsored participants at a time when transparency and the use of electronic means of trading in the OTC markets is still developing in Canada. One commenter also	The Draft Regulation applies to all securities traded on a marketplace as defined in *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101). Consideration will be given in the future as to whether it should apply to electronic trading in other products.

stated that this proposed requirement could stifle innovation in these marketplaces and put Canadian markets at a competitive disadvantage compared to the U.S. as there are no similar regulatory requirements in that marketplace. One commenter believes that all assets and all markets should be subject to the same requirements.	
Question 26: Would your view about the jurisdiction of a regulation services provider (such as RS for ATS subscribers or an exchange for DMA clients) depend on whether it was limited to certain circumstances? For example, if for violations relating to manipulation and fraud, would the securities commissions be the applicable regulatory authorities for enforcement purposes?	
Comments	***CSA Responses***
Many commenters do not feel that it is appropriate for RS to have jurisdiction over DMA clients. Some commenters cited concerns that treating U.S. broker-dealers who are DMA clients as Access Persons may cause these clients to stop trading on Canadian marketplaces which could reduce liquidity and result in wider spreads on Canadian marketplaces. One commenter submitted that introducing an expansive new regime in Canada that gives a Canadian regulator jurisdiction over U.S. clients of Canadian dealers would send a message that is contrary to the goal of free trade in securities and may impact the SEC's possible proposal on mutual recognition with Canada. One commenter stated that the contractual relationship between a DMA client and RS effectively creates a new requirement for clients to be registered with RS and that it should be recognized that in certain circumstances clients may not be permitted to sign a contract with an SRO. This commenter also noted that the process and administration relating to these contracts must be clearly defined as many times a DMA client will have multiple brokers and the employees may have access to some marketplaces with one dealer and potentially different access with another dealer. One commenter suggested that RS should have jurisdiction over DMA clients for the purposes of UMIR 2.2 and that RS should contact the sponsoring registered Participant for all other matters relating to DMA clients.	The CSA do not propose to extend the jurisdiction of the regulation services provider to all DEA clients at this time.

Two commenters asserted that the provincial securities regulator is the appropriate body to regulate DMA clients and other non-Investment Dealer Association or non-exchange members. One commenter, while hesitant to impose a regulation services agreement to be signed by each DMA customer, stated such agreements should be limited to a brief statement of general principles and not be open to negotiation as to its content in order to avoid applying different standards of regulation to different market participants. A few commenters believe that all participants should be subject to the same regulations by the same regulators to ensure consistency. One commenter contended that the current regulatory jurisdiction is too fragmented and called for RS to be the primary regulatory authority for all levels of market trading infractions and over any party with access to marketplaces.	
Question 27: Could the proposed amendments lead dealer-sponsored participants to choose alternative ways to access the market such as using more traditional access (for example, by telephone), using foreign markets (for inter-listed securities) or creating multiple levels of DMA (for example, a DMA client providing access to other persons)?	
Comments	***CSA Responses***
A large majority of commenters that responded to this question believe that the proposed amendments could lead DMA clients to circumvent dealers and find alternative ways to access Canadian markets. A few commenters noted that foreign dealers in particular may choose not to trade in Canada if they are required to be subject to another local regulatory regime. One commenter noted while the proposed amendments do not contemplate disclosure of information relating to trading strategies or working of orders, that requirements of this nature would have the effect of directing order flow away from Canadian markets. One commenter submitted that foreign clients must use a registered participant in Canada.	The Draft Regulation would place the responsibility for DEA client orders on the participant dealer. The CSA do not believe that the Draft Regulation would lead DEA clients to find alternative methods to access the Canadian market. Additionally, we note that the Draft Regulation would not establish DEA requirements which are significantly different from those in other jurisdictions, and do not believe foreign dealers will choose not to trade in Canada as a result. The Draft Regulation sets out requirements for the use of automated order systems, such that any marketplace participant must ensure it has the necessary knowledge and understanding of any automated order system employed in order to identify and manage risks associated with the use of the system. The CSA recognize that some of the information regarding client automated order systems would be considered proprietary, however we would expect in these cases that a participant dealer would obtain sufficient knowledge to manage its own risks.

Question 28: Should there be an exemption for foreign clients who are dealer-sponsored participants from the requirements to enter into an agreement with the exchange or regulations services provider? If so, why and under what circumstances?	
Comments	***CSA Responses***
The majority of commenters that responded to this question are not supportive of an exemption for foreign clients who are dealer-sponsored participants from the requirements to enter into an agreement with the exchange or regulations services provider. Many commenters re-iterated their position that a direct agreement between DMA clients and RS is not warranted and that this would pose a significant barrier for foreign dealers and clients to access our markets. One commenter contended that foreign DMA clients will stop trading in Canada if they are required to execute an agreement with a foreign regulator. One commenter suggested that foreign and domestic DMA clients should not be subject to other regulations beyond the following trading rules: just and equitable principles, prohibition of manipulative or deceptive trading methods and improper orders and trades. This commenter stated that the DMA sponsor or ATS should be responsible for all other regulatory and compliance requirements. A number of commenters believe that all market participants should be treated equally and there should not be any advantage to any participant.	The Draft Regulation would not require foreign clients to enter into an agreement with the exchange or regulation services provider.

Question 29: Please provide the advantages and disadvantages of a new category of member of an exchange that would have direct access to exchanges without the involvement of a dealer (assuming clearing and settlement could continue to be through a participant of the clearing agency).	
Comments	***CSA Responses***
The overwhelming majority of commenters that responded to this question are not supportive of a new category of a member of an exchange. A few commenters are concerned that a member of an exchange that is not subject to the gatekeeper oversight that dealers currently provide could compromise overall market integrity unless subject to the same level of oversight by RS as a traditional dealer. One commenter is supportive of exchanges	The Draft Regulation does not propose a new category of registration.

6

determining member eligibility criteria in their sole discretion and creating classes within their membership in the event that they want to provide different types of services to different types of members as long as a requisite level of access and functionality is provided to all members.	

Please note: public comments to Questions 1 to 14 and 19 to 23 and the corresponding CSA responses were published on October 17, 2008 in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 5, no 41. Comments to Questions 15 to 18 and the corresponding CSA responses were published on June 20, 2008 in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 5, no 24.

	Commenters
1.	Canadian Security Traders Association Inc.
2.	Investment Industry Association of Canada
3.	Raymond James Ltd.
4.	RBC Asset Management Inc.
5.	RBC Dominion Securities Inc.
6.	TD Asset Management
7.	TMX Group
8.	Perimeter Markets Inc.
9.	Scotia Capital
10.	Highstreet Asset Management
11.	CPP Investment Board
12.	Merrill Lynch
13.	TD Newcrest
14.	Bloomberg Tradebook Canada

REGULATION 23-103 RESPECTING ELECTRONIC TRADING AND DIRECT ELECTRONIC ACCESS TO MARKETPLACES

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (11), (26), (32) and (34); s. 331.2)

PART 1 DEFINITIONS AND INTERPRETATION

1. Definitions

In this Regulation

"automated order system" means any system used by a marketplace participant or a client of a marketplace participant to automatically generate orders on a pre-determined basis;

"direct electronic access" means the access to a marketplace provided to a client of a participant dealer through which the client transmits orders, directly or indirectly, to the marketplace's execution systems under a participant dealer's marketplace participant identifier without re-entry or additional order management by the participant dealer;

"DEA client" means a client who is granted direct electronic access by a participant dealer;

"DEA client identifier" means a unique client identifier assigned to a DEA client by a participant dealer;

"marketplace participant identifier" means the unique identifier assigned to a marketplace participant to access a marketplace;

"marketplace and regulatory requirements" means

(a) the rules, policies or other similar regulations or requirements set by a marketplace respecting the method of trading by marketplace participants, including order entry requirements, the use of algorithms, order types and features and any other requirements governing the execution of trades on the system;

(b) any applicable requirements in Canadian securities legislation; and

(c) any applicable requirements set by a recognized exchange, a recognized quotation and trade reporting system or a regulation services provider pursuant to section 7.1, 7.3 or 8.2 of Regulation 23-101 respecting Trading Rules respectively;

"participant dealer" means a marketplace participant that is an investment dealer.

2. Interpretation

A term defined or interpreted in rRegulation 14-101 respecting Definitions, Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation, or Regulation 31-103 respecting Registration Requirements and Exemptions and used in this Regulation has the respective meaning ascribed to it in Regulation 14-101 respecting Definitions, Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation or Regulation 31-103 respecting Registration Requirements and Exemptions.

PART 2 REQUIREMENTS APPLICABLE TO MARKETPLACE PARTICIPANTS

3. Risk Management and Supervisory Controls, Policies and Procedures

(1) A marketplace participant must:

(a) establish, maintain and ensure compliance with appropriate risk management and supervisory controls, policies and procedures that are reasonably designed to manage, in accordance with prudent business practices, the financial, regulatory and other risks associated with marketplace access or providing clients with direct electronic access;

(b) record the policies and procedures required by paragraph (a) and maintain a description of its risk management and supervisory controls in written form.

(2) The risk management and supervisory controls, policies and procedures required in subsection (1) must be designed to ensure all orders are monitored and include

(a) automated pre-trade controls; and

(b) regular post-trade monitoring.

(3) The risk management and supervisory controls, policies and procedures required in subsection (1) must

(a) systematically limit the financial exposure of the marketplace participant, including:

(i) preventing the entry of one or more orders that would result in exceeding appropriate pre-determined credit or capital thresholds for the marketplace participant and, if applicable, its DEA client;

(ii) preventing the entry of one or more orders that exceed appropriate price or size parameters;

(b) ensure compliance with applicable marketplace and regulatory requirements, including:

(i) preventing the entry of orders that do not comply with all applicable marketplace and regulatory requirements that must be satisfied on a pre-order entry basis;

(ii) limiting the entry of orders to securities that a marketplace participant or, if applicable, its DEA client, is authorized to trade;

(iii) restricting access to trading on a marketplace to persons authorized by the marketplace participant;

(iv) ensuring that the compliance staff of the marketplace participant receives immediate order and trade information, including, without limitation, execution reports, resulting from orders sent by the marketplace participant or, if applicable, its DEA client, to a marketplace;

(c) enable the marketplace participant to immediately stop or cancel one or more orders entered by the marketplace participant or, if applicable, its DEA client;

(d) enable the marketplace participant to immediately suspend or terminate any direct electronic access granted to a DEA client; and

(e) ensure that the entry of orders does not interfere with fair and orderly markets.

(4) The risk management and supervisory controls, policies and procedures established pursuant to this section, including those provided by a third party, must be under the direct and exclusive control of the marketplace participant, subject to section 4 below.

(5) A third party that provides risk management and supervisory controls, policies and procedures to a marketplace participant must be independent from each DEA client of that marketplace participant.

(6) A marketplace participant must:

(a) regularly assess and document the adequacy and effectiveness of its risk management and supervisory controls, policies and procedures; and

(b) document and promptly remedy any deficiencies.

(7) Where a marketplace participant uses the services of a third party to provide risk management or supervisory controls, policies and procedures, the marketplace participant must:

(a) regularly assess and document the adequacy and effectiveness of the third party's relevant risk management and supervisory controls, policies and procedures; and

(b) document any deficiencies and ensure that the deficiencies are promptly remedied.

4. Allocation of Control over Risk Management and Supervisory Controls, Policies and Procedures

A participant dealer may reasonably allocate control over specific risk management and supervisory controls, policies and procedures required under subsection 3(1) to an investment dealer if:

(a) the participant dealer has a reasonable basis for determining that such investment dealer, based on its relationship with the ultimate client, has better access to information relating to the ultimate client than the participant dealer such that the investment dealer can more effectively implement the controls, policies and procedures;

(b) a description of the allocation of control over specific risk management and supervisory controls, policies and procedures is set out in a written agreement between the participant dealer and investment dealer;

(c) the participant dealer assesses and documents the adequacy and effectiveness of the investment dealer's risk management and supervisory controls, policies and procedures prior to allocating control;

(d) the participant dealer

(i) regularly assesses the adequacy and effectiveness of the risk management and supervisory controls, policies and procedures over which control has been allocated to the investment dealer;

(ii) documents any deficiencies and ensures that the deficiencies are promptly remedied; and

(e) the participant dealer provides the investment dealer with the immediate order and trade information of the DEA client that the participant dealer receives pursuant to subparagraph 3(3)(b)(iv).

5. Use of Automated Order Systems

(1) The use of automated order systems by a marketplace participant or any client, including a DEA client, must not interfere with fair and orderly markets.

(2) As part of the risk management and supervisory controls, policies and procedures required under subsection 3(1), a marketplace participant must:

(a) have the necessary knowledge and understanding of any automated order system used by the marketplace participant or any client, including a DEA client, in order to identify and manage its risks associated with the use of the automated order system;

(b) ensure that each automated order system is regularly, and at least annually, tested in accordance with prudent business practices; and

(c) have controls in place to immediately and at any time disable the automated order system to prevent orders generated by the automated order system from reaching a marketplace.

PART 3 REQUIREMENTS APPLICABLE TO PARTICIPANT DEALERS PROVIDING DIRECT ELECTRONIC ACCESS

6. Provision of Direct Electronic Access

(1) Only a participant dealer may provide direct electronic access.

(2) A participant dealer may not provide direct electronic access to a registrant, unless the registrant is;

(a) a participant dealer; or

(b) a portfolio manager.

7. Standards for DEA Clients

(1) Before granting direct electronic access to a client, a participant dealer must:

(a) establish, maintain and apply appropriate standards for direct electronic access; and

(b) assess and document whether each client meets the standards established by the participant dealer for direct electronic access.

(2) The standards established by the participant dealer pursuant to subsection (1) must include that:

(a) the client has appropriate resources to meet any financial obligations that may result from the use of direct electronic access by that client;

(b) the client has appropriate arrangements in place to ensure that all personnel using direct electronic access on behalf of the client have knowledge of and proficiency in the use of the order entry system that the client will use;

(c) the client has knowledge of and has the ability to comply with all applicable marketplace and regulatory requirements; and

(d) the client has in place adequate arrangements to monitor the entry of orders through direct electronic access.

(3) A participant dealer must confirm with the DEA client, at least annually, that the DEA client continues to meet the standards established by the participant dealer, including those set out in subsection (2).

8. Written Agreement

Prior to granting direct electronic access to a client, a participant dealer must enter into a written agreement with the client that provides that as a DEA client:

(a) the DEA client's trading activity will comply with marketplace and regulatory requirements;

(b) the DEA client's trading activity will comply with the product limits or credit or other financial limits specified by the participant dealer;

(c) the DEA client will maintain all technology facilitating direct electronic access in an electronically and physically secure manner and will prohibit personnel, other than those authorized by the participant dealer, to use the direct electronic access granted;

(d) the DEA client will fully cooperate with the participant dealer in connection with any investigation or proceeding by any marketplace, regulation services provider, securities regulatory authority or law enforcement agency with respect to trading conducted pursuant to the direct electronic access granted, including, upon request by the participant dealer, providing access to such information to the marketplace, regulation services provider, securities regulatory authority or law enforcement agency that is necessary for the purposes of any such investigation or proceeding;

(e) the DEA client acknowledges that the participant dealer may

(i) reject an order;

(ii) vary, correct or cancel an order entered on a marketplace; and

(iii) discontinue accepting orders from the DEA client;

(f) the DEA client will immediately inform the participant dealer if it fails or reasonably expects not to meet the standards set by the participant dealer;

(g) when trading for the accounts of its clients, pursuant to subsection 11(2), the DEA client will ensure that the orders of its clients will flow through the systems of the DEA client and will be subject to appropriate risk management and supervisory controls, policies and procedures;

(h) the DEA client will not trade for the accounts of its clients, pursuant to subsection 11(2), unless

(i) such clients meet the standards established by the participant dealer pursuant to section 7; and

(ii) a written agreement is in place between the DEA client and its clients that sets out the terms of the access provided.

9. Training of DEA Clients

(1) Prior to granting direct electronic access to a client, and as necessary after direct electronic access is granted, a participant dealer must satisfy itself that the client has adequate knowledge of applicable marketplace and regulatory requirements and the standards established pursuant to section 7.

(2) If a participant dealer concludes that a client does not have adequate knowledge with respect to applicable marketplace and regulatory requirements, or standards established pursuant to section 7, the participant dealer must ensure the necessary training is provided to the client prior to granting direct electronic access to the client.

(3) A participant dealer must ensure that the DEA client receives any relevant changes and updates to applicable marketplace and regulatory requirements or standards established pursuant to section 7.

10. DEA Client Identifier

(1) Upon granting direct electronic access to a client, a participant dealer must assign to the client a DEA client identifier.

(2) A participant dealer that assigns a DEA client identifier pursuant to subsection (1) must immediately provide the DEA client identifier and the associated client name to:

(a) all regulation services providers monitoring trading;

(b) any recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101 respecting Trading Rules and to which the DEA client has access; and

(c) any exchange or quotation and trade reporting system that is recognized for the purposes of this Regulation and that directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101 respecting Trading Rules and to which the DEA client has access.

(3) A participant dealer must ensure that each order entered by a DEA client using direct electronic access provided by that participant dealer includes the appropriate DEA client identifier.

(4) If a client ceases to be a DEA client, the participant dealer must promptly inform:

(a) all regulation services providers monitoring trading;

(b) any recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to section 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101 respecting Trading Rules and to which the DEA client had access; and

(c) any exchange or quotation and trade reporting system that is recognized for the purposes of this Regulation and that directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101 respecting Trading Rules and to which the DEA client had access.

11. Trading by DEA Clients

(1) Except as provided in subsection (2), a participant dealer must only provide direct electronic access to a client that is trading for its own account.

(2) When using direct electronic access, the following DEA clients may trade for their own account or for the accounts of their clients:

(a) a participant dealer;

(b) a portfolio manager; and

(c) an entity that is authorized in a category analogous to the entities referred to in paragraphs (a) and (b) in a foreign jurisdiction that is a signatory to the International Organization of Securities Commissions' Multilateral Memorandum of Understanding.

(3) Where a DEA client is using direct electronic access to trade for the accounts of its clients, pursuant to subsection (2), the clients' orders must flow through the systems of the DEA client before being entered on a marketplace directly or indirectly through a participant dealer.

(4) A participant dealer must ensure that where a DEA client is trading for the accounts of its clients, the DEA client has established and maintains appropriate risk management and supervisory controls, policies and procedures.

(5) A DEA client must not provide access to or pass on its direct electronic access to another person.

PART 4 REQUIREMENTS APPLICABLE TO MARKETPLACES

12. Availability of Order and Trade Information

A marketplace must provide a marketplace participant with reasonable access to its order and trade information, including execution reports, on an immediate basis to enable the marketplace participant to effectively implement the risk management and supervisory controls, policies and procedures required in section 3.

13. DEA Client Identifiers

A marketplace must not permit a marketplace participant to provide direct electronic access unless the marketplace's systems support the use of DEA client identifiers.

14. Marketplace Controls Relating to Electronic Trading

(1) A marketplace must have the ability and authority to terminate all or a portion of the access provided to a marketplace participant or a DEA client.

(2) A marketplace must:

(a) regularly assess and document whether the marketplace requires any risk management and supervisory controls, policies and procedures relating to electronic trading, in addition to those controls that a marketplace participant is required to have pursuant to subsection 3(1), and ensure that such controls, policies and procedures are implemented in a timely manner;

(b) regularly assess and document the adequacy and effectiveness of any risk management and supervisory controls, policies and procedures implemented pursuant to paragraph (a); and

(c) document and promptly remedy any deficiencies identified in the controls, policies and procedures implemented pursuant to paragraph (a).

15. Marketplace Thresholds

(1) A marketplace must prevent the execution of orders for exchange-traded securities exceeding price and volume thresholds set by:

(a) its regulation services provider;

(b) the marketplace, if it is a recognized exchange that directly monitors the conduct of its members and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) of Regulation 23-101 respecting Trading Rules; or

(c) the marketplace, if it is a recognized quotation and trade reporting system that directly monitors the conduct of its users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.3(1) of Regulation 23-101 respecting Trading Rules.

(2) A recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or regulation services provider setting a price threshold for an exchange-traded security under subsection (1) must coordinate its price threshold with all other exchanges, quotation and trade reporting systems and regulation services providers setting a price threshold under subsection (1) for that exchange-traded security or a security underlying that exchange-traded security.

16. Clearly Erroneous Trades

(1) A marketplace must have the capability to cancel, vary or correct a trade.

(2) If a marketplace has retained a regulation services provider, the marketplace must not cancel, vary or correct a trade executed on the marketplace unless:

(a) instructed to do so by its regulation services provider;

(b) the cancellation, variation or correction is requested by a party to the trade, consent is provided by both parties to the trade and notification is provided to its regulation services provider; or

(c) the cancellation, variation or correction is necessary to correct an error caused by a system or technological malfunction of the marketplace systems or equipment in executing the trade, and permission to cancel, vary or correct has been obtained from its regulation services provider.

(3) A marketplace must establish, maintain and ensure compliance with reasonable policies and procedures that clearly outline the processes and parameters associated with a cancellation, variation or correction and must make such policies and procedures publicly available.

PART 5 EXEMPTION

17. Exemption

(1) The regulator or the securities regulatory authority may grant an exemption from this Regulation, in whole or in part, subject to such conditions or restrictions as may be imposed in the exemption.

(2) Despite subsection (1), in Ontario, only the regulator may grant such an exemption.

PART 6 EFFECTIVE DATE

18. Effective Date

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

POLICY STATEMENT TO REGULATION 23-103 RESPECTING ELECTRONIC TRADING AND DIRECT ELECTRONIC ACCESS TO MARKETPLACES

PART 1 GENERAL COMMENTS

1.1. Introduction

Purpose of Regulation 23-103

The purpose of *Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces* (the Regulation) is to address areas of concern and risks brought about by electronic trading. The increased speed and automation of trading on marketplaces and the continuing growth of direct electronic access (DEA) give rise to various risks, including credit risk and market integrity risk. Some of the risks arise from electronic trading more generally, while other risks are specific to DEA trading. To protect marketplace participants from harm and to ensure continuing market integrity, these risks need to be appropriately and effectively controlled and monitored.

In the view of the Canadian Securities Administrators (CSA or we), marketplace participants should bear primary responsibility for ensuring that these risks are appropriately and effectively controlled and monitored. This responsibility applies to orders that are entered electronically by the marketplace participant itself, as well as DEA orders from clients using the participant dealer's marketplace participant identifier and includes both financial and regulatory obligations. This view is premised on the fact that it is the marketplace participant that makes the decision to trade or, in the case of a participant dealer, to provide DEA access to its client. However, the marketplaces also have some responsibilities to manage risks to the market.

Purpose of Policy Statement

This Policy Statement sets out how the CSA interpret or apply the provisions of the Regulation and related securities legislation.

Except for Part 1, the numbering of Parts and sections in this Policy Statement correspond to the numbering in the Regulation. Any general guidance for a Part appears immediately after the Part name. Any specific guidance on sections in the Regulation follows any general guidance. If there is no guidance for a Part or section, the numbering in this Policy Statement will skip to the next provision that does have guidance.

All references in this Policy Statement to Parts and sections are to the Regulation**,** unless otherwise noted.

1.2. Definitions

Unless defined in the Regulation**,** terms used in the Regulation and in this Policy Statement have the meaning given to them in the securities legislation of each jurisdiction, in *Regulation 14-101 respecting Definitions*, *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101), or *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements and Exemptions* (Regulation 31-103).

Automated order systems

Automated order systems encompass both hardware and software used to generate orders on a pre-determined basis and would include trading algorithms that are used by marketplace participants, offered by marketplace participants to clients or are developed or used by clients.

Direct electronic access

Section 1 defines "direct electronic access" as the access to a marketplace provided to a client of a participant dealer through which the client transmits orders, directly or indirectly, to the marketplace's execution systems under a participant dealer's marketplace participant identifier without re-entry or additional order management. There are several methods by which a client's order may be transmitted electronically by the client to a marketplace, including:

(i) directly to the marketplace through the client's own system;

(ii) through the participant dealer's system; or

(iii) through a third party vendor system.

The Regulation requires automatic risk management filters for all orders entered electronically, including DEA orders. DEA orders are orders that are not re-routed to a trading desk of the participant dealer for manual order management by a trader or for re-entry by the participant dealer.

This definition would not capture order-execution services as defined and provided under the rules of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) or other electronic access arrangements whereby a client uses the website of a dealer to enter orders as these services and arrangements would permit the management of orders by a participant dealer.

DEA client identifier

The Regulation requires each DEA client to have a unique identifier in order to track orders originating from that DEA client. A participant dealer is responsible for assigning the DEA client identifier under subsection 10(1) and for ensuring that every order entered by a DEA client using DEA includes the appropriate DEA client identifier under subsection 10(3). Generally, the participant dealer would obtain the DEA client identifiers from a marketplace.

Marketplace participant identifier

A marketplace participant identifier is the unique identifier assigned to the marketplace participant for trading purposes. The assignment of this identifier is co-ordinated with a regulation services provider of the marketplace, where applicable. The marketplace participant is to use its marketplace participant identifier across all marketplaces that it accesses.

PART 2 REQUIREMENTS APPLICABLE TO MARKETPLACE PARTICIPANTS

3. Risk management and supervisory controls, policies and procedures

Regulation 31-103 requirements

For marketplace participants that are registered firms, section 11.1 of Regulation 31-103 requires the registered firm to establish, maintain and apply policies and procedures that establish a system of controls and supervision sufficient to: (a) provide reasonable assurance that the registered firm and each individual acting on its behalf complies with securities legislation; and (b) manage the risks associated with its business in accordance with prudent business practices. Section 3 of the Regulation builds on the obligations outlined in section 11.1 of Regulation 31-103. The CSA have included requirements in the Regulation that all marketplace participants that conduct trading on a marketplace have appropriate controls, policies and procedures in place and that they manage them in accordance with prudent business practices. These requirements provide greater specificity

with respect to the expectations surrounding controls, policies and procedures relating to electronic trading. The requirements apply to all marketplace participants, not just those that are registered firms.

Documentation of risk management and supervisory controls, policies and procedures

Subsection 3(1) requires a marketplace participant to record its policies and procedures and maintain a copy of its risk management and supervisory controls in written form. This includes a narrative description of any electronic controls and their functions implemented by the marketplace participant.

We note that the risk management and supervisory controls, policies and procedures related to the trading of unlisted, government and corporate debt may not be the same as those related to the trading of equity securities due to the differences in the nature of trading of these types of securities.

It is expected that these documents will be retained as part of the marketplace participant's obligation to maintain its books and records in Regulation 31-103.

DEA clients that also maintain risk management controls

We are aware that a DEA client that is not a registered dealer may maintain its own risk management controls. However, part of the intent of the Regulation's risk management and supervisory controls, policies and procedures is to require a participant dealer to manage its risks associated with electronic trading and to protect the participant dealer under whose marketplace participant identifier the order is being entered. Consequently, a participant dealer must maintain risk management and supervisory controls, policies and procedures regardless of whether its DEA clients also maintain their own controls. It is not appropriate for a participant dealer to rely on a DEA client's risk management controls, as the participant dealer would not be able to ensure the sufficiency of the DEA client's controls, nor would the controls be tailored to the particular needs of the participant dealer.

Minimum risk management and supervisory controls, policies and procedures

Subsection 3(2) sets out the minimum elements of the risk management and supervisory controls, policies and procedures that we expect to be addressed and documented by each marketplace participant. The marketplace participant should assess, document and implement any additional risk management and supervisory controls, policies and procedures that it determines are necessary to manage the marketplace participant's financial exposure and to ensure compliance with applicable marketplace and regulatory requirements.

Risk management and supervisory controls, policies and procedures with respect to DEA

A participant dealer that provides DEA to its clients must ensure it has the appropriate risk management and supervisory controls, policies and procedures necessary to manage the risks associated with offering DEA. A participant dealer must ensure that it can adequately manage its DEA business, for example by ensuring that it has the necessary staffing, technology and other required resources, and that it has the financial ability to withstand the increased risks of providing DEA. A participant dealer must understand its risks in providing DEA and address those risks when establishing its minimum standards for DEA. The participant dealer should also tailor the risk management and supervisory controls, policies and procedures to each specific DEA client as may be necessary and appropriate in the circumstances.

Pre-set credit or capital thresholds

The pre-set credit or capital thresholds referenced in paragraph 3(3)(a) may be set on a per order, trade or account basis, or using a combination of these factors as required in the circumstances.

For example, a participant dealer that sets a credit limit for each DEA client could impose that credit limit by setting sub-limits applied at each marketplace to which the participant dealer provides access which together equal the total credit limit. A participant dealer may also consider whether to establish credit or capital thresholds based on sector, security or other relevant factors. In order to address the financial exposure that might result from rapid order entry, a participant dealer should also consider measuring compliance with set credit or capital thresholds on the basis of orders entered rather than executions obtained.

We note that different thresholds may be set for the marketplace participant's order flow (including both proprietary and client order flow) and that of a DEA client, if appropriate.

Compliance with applicable marketplace and regulatory requirements

The CSA expect marketplace participants to prevent the entry of orders that do not comply with all applicable marketplace and regulatory requirements that must be satisfied on a pre-order basis where possible. Specifically, marketplace and regulatory requirements that must be satisfied on a pre-order basis are those requirements that can effectively be complied with only before an order is entered on a marketplace including: (i) conditions that must be satisfied under *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) before an order can be marked a "directed-action order", (ii) marketplace requirements applicable to particular order types and (iii) compliance with trading halts. This requirement does not impose new substantive regulatory requirements on the marketplace participant but rather establishes a clear requirement that marketplace participants have appropriate mechanisms in place that are reasonably designed to effectively comply with their existing regulatory obligations on a pre-order basis in an automated, high-speed trading environment.

Order and trade information

Subparagraph 3(3)(b)(iv) requires the risk management and supervisory controls, policies and procedures to be reasonably designed to ensure that the compliance staff of the marketplace participant receives immediate order and trade information. This will require the marketplace participant to ensure that it has the capability to view trading information in real-time or to receive immediate order and trade information, such as through a drop copy, from the marketplace.

This requirement will assist the marketplace participant in fulfilling its obligations prescribed in subsection 3(1) with respect to establishing and implementing risk management and supervisory controls, policies and procedures reasonably designed to manage risks associated with access to marketplaces and providing DEA.

This provision however, does not prescribe that a marketplace participant must carry out compliance monitoring in real-time. It is up to the marketplace participant to determine the appropriate timing for compliance monitoring, but we are of the view that it is important that the marketplace participant have the necessary tools in place to facilitate order and trade monitoring as part of the marketplace participant's risk management and supervisory controls, policies and procedures.

Marketplace participant to retain direct and exclusive control of risk management and supervisory controls, policies and procedures

Subsection 3(4) specifies that the risk management and supervisory controls, policies and procedures must be under the direct and exclusive control of the marketplace participant.

A marketplace participant can use technology of third parties as long as the marketplace participant is able to directly and exclusively manage the supervisory and risk management controls, including the setting and adjusting of filter limits. A third party providing such services must be independent of any DEA client of the marketplace participant. An entity affiliated with the marketplace participant but independent from a DEA client may be considered to be an independent third party.

In all circumstances, under paragraph 3(7)(a), the marketplace participant must assess and document whether the risk management and supervisory controls, policies and procedures of the third party are effective and otherwise consistent with the provisions of the Regulation before engaging such services. Reliance on representations of a third party provider is insufficient to meet this assessment requirement. The CSA expect registered firms to be responsible and accountable for all functions that they outsource to a service provider as set out in Part 11 of *Policy Statement to Regulation 31-103 respecting Registration Requirements and Exemptions*.

Section 4 of the Regulation provides a limited exception to the requirement that a marketplace participant must have direct and exclusive control over its risk management and supervisory controls, policies and procedures in that a participant dealer may reasonably allocate, subject to certain conditions, control over specific risk management and supervisory controls, policies and procedures to an investment dealer.

Regular assessment of risk management controls and supervisory policies and procedures

Subsection 3(6) requires a marketplace participant to regularly assess and document the adequacy and effectiveness of the controls, policies and procedures it is required to establish under subsection 3(1). The same assessment requirement also applies where a marketplace participant uses the services of a third party to provide risk management or supervisory controls, policies and procedures. A “regular” assessment would constitute, at a minimum, an assessment conducted annually of the controls, policies and procedures and whenever a substantive change is made to the controls, policies and procedures. A marketplace participant should determine whether more frequent assessments are required, depending on the particular circumstances.

A marketplace participant is expected to retain the documentation of each such assessment as part of its obligation to maintain books and records in Regulation 31-103.

4. Allocation of control over risk management and supervisory controls, policies and procedures

Section 4 of the Regulation is intended to address introducing (originating) and carrying (executing) arrangements or jitney arrangements that involve multiple dealers. In such arrangements, there may be certain controls that are better directed by the originating dealer, as it is the originating dealer that has knowledge of its client and is responsible for suitability and other “know your client” obligations. However, the executing dealer must also have appropriate controls in place to manage the risks it incurs by executing orders for other dealers.

Therefore, section 4 of the Regulation provides that a participant dealer may reasonably allocate, by written contract and after a thorough assessment, control over specific risk management and supervisory controls, policies and procedures to another registered investment dealer. We are of the view that where the originating investment

dealer with the direct relationship with the ultimate client has better access than the participant dealer to information relating to the ultimate client, the originating investment dealer may more effectively assess the ultimate client's financial resources and investment objectives.

We also expect that the participant dealer will maintain a written contract with the investment dealer that sets out a description of the allocation of controls as part of its books and records obligations set out in Regulation 31-103.

Paragraph 4(d) requires a participant dealer to regularly assess the adequacy and effectiveness of the investment dealer's risk management and supervisory controls, policies and procedures over which control has been allocated. We expect that this will include an assessment of the performance of the investment dealer under the written agreement prescribed in paragraph 4(b) of the Regulation. A "regular" assessment would constitute, at a minimum, an assessment conducted annually of the controls, policies and procedures and whenever a substantive change is made to the controls, policies or procedures. A marketplace participant should determine whether more frequent assessments are required, depending on the particular circumstances.

Paragraph 4(e) requires the participant dealer to immediately provide the compliance staff of the originating investment dealer with immediate order and trade information. This is to allow for the originating investment dealer to monitor trading more effectively and efficiently.

Any allocation of control does not relieve the participant dealer from its obligations under section 3 of the Regulation, including the overall responsibility to establish, document, maintain and ensure compliance with appropriate risk management and supervisory controls, policies and procedures reasonably designed, in accordance with prudent business practices, to manage the financial, regulatory and other risks associated with marketplace access or providing DEA.

5. Use of automated order systems

Subsection 5(1) of the Regulation stipulates that the use of automated order systems must not interfere with fair and orderly markets. This includes both the fair and orderly trading on a marketplace or the market as a whole and the proper functioning of a marketplace. For example, the sending of a continuous stream of orders that negatively impacts the price of a security or that overloads the systems of a marketplace may be considered as interfering with fair and orderly markets.

Paragraph 5(2)(a) of the Regulation requires a marketplace participant to have the necessary knowledge and understanding of any automated order systems used by either the marketplace participant or the marketplace participant's clients, including DEA clients. We understand that detailed information of automated order systems may be treated as proprietary information by some clients or third party service providers; however, the CSA expect that the marketplace participant will be able to obtain sufficient information to have knowledge of and understand any automated order systems used by a client or itself in order to properly identify and manage its own risks.

Paragraph 5(2)(b) requires that each automated order system is appropriately tested. A participating dealer does not necessarily have to conduct tests on each automated order system used by its clients but must satisfy itself that these automated order systems have been appropriately tested. It is expected that this testing is done in accordance with prudent business practices which would include testing of the automated order system before its initial use and after any significant change is made.

PART 3 REQUIREMENTS APPLICABLE TO PARTICIPANT DEALERS PROVIDING DIRECT ELECTRONIC ACCESS

6. Provision of DEA

Registration Requirement

Only marketplace participants that meet the definition of "participant dealer" are permitted to provide DEA to clients. A participant dealer is defined as a marketplace participant that is an investment dealer. This is due to the fact that the provision of DEA to a client would trigger the registration requirements under applicable Canadian securities legislation.

Persons not eligible for DEA

Section 6 does not allow DEA to be provided to a registrant other than a participant dealer or a portfolio manager. Certain registered dealers, such as exempt market dealers, are not eligible for DEA, because the CSA do not want to facilitate regulatory arbitrage with respect to trading. In our view, if a registered dealer wishes to have direct access to marketplaces, then the registered dealer should be an IIROC member and therefore be directly subject to IIROC rules including the Universal Market Integrity Rules (UMIR) if accessing equity marketplaces.

With respect to registrants, subsection 6(2) limits the use of DEA to participant dealers, rather than to investment dealers in general, in order to ensure that this DEA client is subject to UMIR. We are of the view that UMIR obligations on the DEA client in this instance assist in minimizing the regulatory risks associated with DEA.

Order-execution services

DEA does not include order-execution services provided pursuant to IIROC rules. Order-execution services refers to the execution of orders from clients for trades that the marketplace participant has not recommended and for which suitability requirements do not apply. The provision of order-execution services is governed by the rules of IIROC and is not considered to be the same as DEA. Order-execution services are available to retail clients and as such, the CSA expect such orders to be subject to more requirements than DEA orders (for example, supervision).

It is our view that, in general, retail investors should not be using DEA and should be routing orders using order-execution services as defined and provided under IIROC rules. However, there are some circumstances in which individuals are sophisticated and have access to the necessary technology to use DEA (for example, former registered traders or floor brokers). In these circumstances, we would expect that the participant dealer offering DEA would set standards high enough to ensure that the participant dealer is not exposed to undue risk. It may be appropriate for these standards to be higher than those set for institutional investors. All requirements relating to risk management and supervisory controls, policies and procedures would apply when granting DEA to an individual.

7. Standards for DEA clients

Minimum standards

A participant dealer's due diligence with respect to its clients is a key method of managing risks associated with granting DEA. As a result, section 7 requires the participant dealer to establish, maintain and apply appropriate standards for DEA and to assess whether each prospective DEA client meets these standards prior to granting DEA to a client. A participant dealer's establishment, maintenance and application of appropriate standards for DEA would include evaluating its risks in providing DEA to a specific client. The participant dealer must establish, maintain and apply these standards with respect to all DEA clients. Subsection 7(2) sets out the minimum standards that the CSA believe are

necessary to ensure that a DEA client has the appropriate financial resources and requisite knowledge of both the order entry system and applicable marketplace and regulatory requirements.

Each participant dealer has a different risk profile and as a result, we have provided flexibility in determining the specific levels of the minimum standards. However, these standards are the minimum required in the CSA's view for the participant dealer to properly manage its risks. The participant dealer should assess and determine what additional standards are appropriate given the particular circumstances of the participant dealer and each prospective DEA client. For example, certain standards a participant dealer may apply to an institutional client may need to be modified when determining whether an individual is suitable for receiving DEA.

Some additional factors a participant dealer could consider when setting such standards include, prior sanctions for improper trading activity, evidence of a proven track record of responsible trading, supervisory oversight, and the proposed trading strategy and associated volumes of trading of the DEA client.

Monitoring the entry of orders

The requirement in paragraph 7(2)(d) to monitor the entry of orders though DEA is expected to help ensure orders comply with marketplace and regulatory requirements, meet minimum standards set for managing risk and do not interfere with fair and orderly markets.

Annual confirmation

Subsection 7(3) requires a participant dealer to confirm, at least annually, that each DEA client continues to meet the minimum standards established by the participant dealer. It is up to the participant dealer to choose the method of confirmation. Obtaining a written annual certification by the DEA client is one way to meet this requirement. If the participant dealer does not require a written annual certification, the participant dealer should record that it has performed the annual confirmation in order to be able to demonstrate compliance with this requirement.

8. Written agreement

Section 8 sets out the provisions that must be included in a written agreement between a participant dealer and its DEA client. However, the participant dealer may include additional provisions in the agreement.

Subsection 8(d) specifies that when a participant dealer requests information from its DEA client in connection with an investigation or proceeding by any marketplace, regulation services provider, securities regulatory authority or law enforcement agency with respect to trading conducted pursuant to the DEA granted, the information is only required to be provided directly to the marketplace, regulation services provider, securities regulatory authority or law enforcement agency conducting the investigation or proceeding to protect the confidentiality of the information.

9. Training of DEA clients

Pursuant to subsection 9(1), prior to providing DEA to a client, and as necessary after DEA is granted, a participant dealer must satisfy itself that the client has adequate knowledge with respect to applicable marketplace and regulatory requirements. What constitutes "adequate" will depend on the particular knowledge of each specific client. The participant dealer must assess the knowledge of the client and determine what training is required in the particular circumstances. The training must at a minimum enable the client to understand the applicable marketplace and regulatory requirements and how trading on the marketplace system occurs. It may be appropriate for the participant dealer to require the client to have the same training required of marketplace participants.

10. DEA client identifier

Assignment of DEA client identifier

The purpose of requiring a unique identifier for each DEA client is to identify orders of clients entered onto a marketplace by way of DEA. The Regulation places the responsibility of assigning the DEA client identifier on the participant dealer, however, following industry practice, the participant dealer will collaborate with the marketplace with respect to generating the necessary identifiers.

Inclusion of DEA client identifier on each order entered onto a marketplace

Subsection 10(3) requires that the marketplace participant ensure that every DEA order entered onto a marketplace contain the appropriate DEA client identifier. It is not intended that the DEA client identifier be public information. Rather, it can be included in a private field that may only be viewed by: (1) the participant dealer under whose marketplace participant identifier the order was entered, (2) a regulation services provider, (3) a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system if it directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101 and (4) an exchange or quotation and trade reporting system that is recognized for the purposes of the Regulation and that directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101 and to which the DEA client has access.

11. Trading by DEA clients

Client orders passing through the systems of the DEA client

The CSA are of the view that DEA clients should not provide their DEA access to their clients. Subsection 11(3) requires that where a DEA client is using direct electronic access and trading for the accounts of its clients, the client orders must flow through the systems of the DEA client before being entered on a marketplace, directly or indirectly through a participant dealer.

This is meant to allow those arrangements that the CSA are comfortable with, such as a DEA client acting as a “hub” and aggregating the orders of its affiliates before sending the orders to the participant dealer. Requiring orders to flow through the systems of the DEA client allows the DEA client to impose any controls it deems necessary or is required to impose pursuant to any requirements to manage its risks. Although the participant dealer is also required to have controls, including automatic pre-trade filters, to manage its risks, it is the DEA client that has the knowledge of the ultimate client and therefore the DEA client is likely in a better position to determine those controls that are specific to each particular client. It is the responsibility of the participant dealer to ensure that the DEA client has adequate controls in place to monitor the orders entering its systems.

PART 4 REQUIREMENTS APPLICABLE TO MARKETPLACES

12. Availability of order and trade information

Reasonable access

Section 12 is designed to ensure that the marketplace participant has access to the information necessary to meet its obligations under the Regulation and that the marketplace does not have any rules, polices, procedures, fees or practices that would unreasonably create barriers to accessing this information.

This obligation is distinct from the requirement for marketplaces to disseminate order and trade information through an information processor under Part 7 of Regulation

21-101. The information to be provided pursuant to section 12 of the Regulation would need to include the private information included on each order and trade in addition to the public information disseminated through an information processor.

Immediate order and trade information

For the purposes of providing reasonable access to order and trade information on an immediate basis, the provision of drop copies would be considered acceptable.

14. Marketplace controls relating to electronic trading

Paragraph 14(2)(a) requires a marketplace to regularly assess and document whether the marketplace requires any risk management and supervisory controls, policies and procedures relating to electronic trading, in addition to the risk management and supervisory controls, policies and procedures the marketplace participants are required to have pursuant to subsection 3(1), and ensure that such controls, policies and procedures are implemented in a timely manner. As well, a marketplace must regularly assess and document the adequacy and effectiveness of any risk management and supervisory controls, policies and procedures put in place pursuant to paragraph 14(2)(a). A marketplace is expected to document any conclusions reached as a result of its assessment, any deficiencies noted and actions taken.

It is important that a marketplace take steps to ensure it does not engage in activity that interferes with fair and orderly markets. Part 12 of Regulation 21-101 requires marketplaces to establish systems-related risk management controls. It is therefore expected that a marketplace will be aware of the risk management and supervisory controls, policies and procedures of its marketplace participants and assess if it needs to implement additional controls, policies and procedures to eliminate any risk management gaps and ensure the integrity of trading on its market.

Regular assessments

A “regular” assessment would constitute, at a minimum, an assessment conducted annually and whenever a substantive change is made to a marketplace’s operations, rules, controls, policies or procedures that relate to methods of electronic trading. A marketplace should determine whether more frequent assessments are required depending on the particular circumstances of the marketplace. A marketplace should document and preserve a copy of each such assessment as part of its books and records obligation in Regulation 21-101.

Implementing controls, policies and procedures in a timely manner

A “timely manner” will depend on the particular circumstances, including the degree of potential risk of financial harm to marketplace participants and their clients or harm to the integrity of the marketplace and to the market as a whole. The marketplace must use best efforts to ensure the timely implementation of any necessary risk management and supervisory controls, policies and procedures.

15. Marketplace thresholds

Section 15 requires that each marketplace prevent the execution of orders of exchange-traded securities exceeding price and volume thresholds set by its regulation services provider, or by the marketplace if it is a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that directly monitors the conduct of its members or users and enforces certain requirements set pursuant to Regulation 23-101.

The setting of the price threshold is to be coordinated among all regulation services providers, recognized exchanges, recognized quotation and trade reporting systems, exchanges and quotation and trade reporting systems recognized for the purposes of the Regulation that set the threshold under subsection 15(1).

These price and volume thresholds are expected to prevent the execution of orders that could interfere with a fair and orderly market by reducing erroneous orders and price volatility.

There are a variety of methods that may be used to prevent the execution of these orders. However, standardized thresholds are important tools in maintaining a fair and orderly market.

The coordination requirement also applies when setting a price threshold for securities that have underlying interests in an exchange-traded security.

We expect that the same price threshold for a specific exchange-traded security will be applied across all marketplaces. However, there may be differences in the actual price thresholds set for an exchange-traded security and a security that has underlying interests in that exchange-traded security.

16. Clearly erroneous trades

Application of section 16

Section 16 requires a marketplace to have the capability to cancel, vary or correct a trade. This requirement would apply in the instance where the marketplace decides to cancel, vary or correct a trade or is instructed to do so by a regulation services provider.

Where section 16 requires that a marketplace receive instructions from its regulation services provider before cancelling, varying or correcting a trade, we note that this would not apply to the case where a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system directly monitors the conduct of its members or users and enforces requirements set pursuant to subsection 7.1(1) or 7.3(1) respectively of Regulation 23-101.

Cancellation, variation or correction where necessary to correct a system or technological malfunction or error made by the marketplace systems or equipment

Under paragraph 16(2)(c) a marketplace may cancel, vary or correct a trade where necessary to correct an error caused by a system or technological malfunction of the marketplace's systems or equipment in executing the trade. If a marketplace has retained a regulation services provider, permission to cancel, vary or correct is to be obtained from the regulation services provider prior to cancellation, variation or correction.

Examples of errors caused by a system or technological malfunction include where the system executes a trade on terms that are inconsistent with the explicit conditions placed on the order by the marketplace participant, or allocates fills for orders at the same price level in a manner or sequence that is inconsistent with the stated manner or sequence in which such fills are to occur on the marketplace. Another example includes where the trade price was to have been calculated by a marketplace's systems or equipment based on some stated reference price, but was calculated incorrectly.

Policies and procedures

For policies and procedures established by the marketplace in accordance with the requirements of subsection 16(3) to be "reasonable", they should be clear and understandable to all marketplace participants.

They should also provide for consistent application. For example, if a marketplace decides that it will consider requests for cancellation, variation or correction of trades in accordance with paragraph 16(2)(b), it should consider all requests received regardless of the identity of the counterparty. If a marketplace chooses to establish parameters within which it might only be willing to consider such requests, it should apply these parameters consistently to each request, and should not exercise its discretion to refuse a cancellation

or amendment when the request falls within the stated parameters and the consent of the affected parties has been provided.

When establishing any policies and procedures in accordance with subsection 16(3), a marketplace should also consider what additional policies and procedures might be appropriate to address any conflicts of interest that might arise.

12

7.2.2. Publication

Aucune information.

7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION, DES OAR ET D'AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES

7.3.1 Consultation

Services de dépôt et de compensation CDS inc. (la « CDS ») – Modifications importantes aux Procédés et méthodes de la CDS – Changement du code de catégorie pour les titres garantis par le gouvernement fédéral

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par la CDS, de modifications importantes aux procédés et méthodes concernant le changement du code de catégorie pour les titres garantis par le gouvernement fédéral. Les modifications proposées visent le retrait des limites de secteur de la valeur de la garantie globale pour les titres garantis par le gouvernement fédéral et le retrait d'un des codes de catégorie afin d'avoir seulement un code de catégorie pour les titres garantis par le gouvernement fédéral.

(Les textes sont reproduits ci-après).

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmette une copie, au plus tard le 9 mai 2011, à :

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

Information complémentaire

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

Danielle Boudreau
Analyste
Direction de la supervision des OAR
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0337, poste 4322
Numéro sans frais : 1-877-525-0337, poste 4322
Télécopieur : 514-873-7455
Courrier électronique : danielle.boudreau@lautorite.qc.ca

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») – Adoption de règles applicables aux mainteneurs de marché pour les contrats à terme – Modification de la règle six

L'Autorité des marchés financiers publie le projet de modifications, déposé par la Bourse, portant sur la règle six afin d'ajouter un article s'appliquant expressément aux mainteneurs de marché pour les contrats

à terme. Ce projet vise à harmoniser le cadre de réglementation applicable aux contrats à terme avec celui applicable aux contrats d'options.

(Les textes sont reproduits ci-après)

Commentaires

Les personnes intéressées à soumettre des commentaires peuvent en transmettre une copie, au plus tard le 9 mai 2011, à :

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381

Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Informations complémentaires

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

Claude Gatien
Analyste en produits dérivés
Direction de la supervision des OAR
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514-395-0337, poste 4365
Numéro sans frais : 1-877-525-0337, poste 4365
Télécopieur : 514-873-7455

Courrier électronique : claude.gatien@lautorite.qc.ca

Services de dépôt et de compensation CDS inc. (« CDS »[MD])

MODIFICATIONS IMPORTANTES AUX PROCÉDÉS ET MÉTHODES

Changement du code de catégorie pour les titres garantis par le gouvernement fédéral

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

A. DESCRIPTION DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX PROCÉDÉS ET MÉTHODES DE LA CDS

Les modifications proposées visent le retrait des limites de secteur de la valeur de la garantie globale (« VGG ») pour les titres garantis par le gouvernement fédéral et le retrait d'un des codes de catégorie afin d'avoir seulement un code de catégorie pour les titres garantis par le gouvernement fédéral.

B. NATURE ET OBJET DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX PROCÉDÉS ET MÉTHODES DE LA CDS

En raison, en grande partie, des préoccupations liées au risque systémique pouvant découler de la défaillance d'un prêteur, d'un agent de règlement ou d'une fédération adhérente et des membres de leurs familles, la CDS applique des restrictions quant au montant de la VGG pouvant être créée par certains types de titres détenus par ces adhérents. Ces restrictions se nomment limites de secteur. Ces limites sont réparties entre les diverses sociétés membres de la famille. Les adhérents peuvent acquérir un nombre de titres supérieur à la limite imposée pour le secteur dont ils font partie dans leur grand livre; toutefois, la valeur de ces titres excédentaires n'est pas comprise dans la VGG de ce grand livre. Les emprunteurs qui ne sont pas des membres de la famille ne sont pas assujettis aux limites de secteur.

Le tableau présenté ci-après fait état des données des limites de secteur appliquées aux différents types de titres :

Limites de secteur appliquées au calcul de la VGG	
Limite de secteur	
Limite du secteur public (LSPU)	Cette limite correspond à 25 % du plafond de fonctionnement de la société et est constituée de titres (titres d'emprunts provinciaux, titres d'emprunt garantis par le gouvernement fédéral et titres d'emprunt garantis par le gouvernement provincial) émis par des organismes du secteur public (non fédéral).
Limite du secteur privé (LSPR)	Cette limite correspond à 15 % du plafond de fonctionnement de la société et est constituée de titres d'emprunt émis par des organismes du secteur privé.
Limite applicable aux titres d'emprunt non cotés (LTENC)	Cette limite est fixée à zéro et est constituée d'obligations non cotées émises par des organismes du secteur public et d'obligations municipales non cotées.
Limite applicable aux titres d'emprunt à haut rendement (LTEHR)	Cette limite s'élève à 100 millions de dollars ou moins, au choix de l'adhérent, doit être partagée entre l'adhérent et les membres de sa famille et est constituée de titres d'emprunt de société cotés BBB (obligations à haut rendement).

Limites de secteur appliquées au calcul de la VGG	
Limite de secteur	
Limite applicable aux titres émis par le Trésor fédéral américain (LTF)	Cette limite est fixée à zéro et est constituée de titres émis par le Trésor américain.
Limite applicable aux titres de participation (LSTP)	Cette limite s'élève à 100 millions de dollars ou moins, au choix de l'adhérent, doit être partagée entre l'adhérent et les membres de sa famille. Ce montant est déduit de la limite du secteur privé existante de l'adhérent.

Il n'existe aucune limite quant à la portion de la VGG pouvant être constituée de titres du gouvernement fédéral (en d'autres termes, les titres émis par le gouvernement du Canada). Toutefois, les titres qui ont été garantis par le gouvernement du Canada sont assujettis à la limite du secteur public (LSPU). Étant donné que les titres garantis par le gouvernement fédéral constituent une obligation directe du gouvernement du Canada, et sont pleinement garantis et cautionnés par le gouvernement du Canada, la CDS estime que l'imposition de limites de secteur sur les titres garantis par le gouvernement fédéral restreint inutilement la VGG pour les adhérents assujettis aux limites de secteur. Bien que certains titres garantis par le gouvernement fédéral ne soient pas négociés de façon aussi active que les émissions du gouvernement du Canada, ceux qui le sont vont habituellement l'être avec un écart très étroit et régulier similaire aux titres du gouvernement du Canada en termes d'échéance. Puisque ces titres ne présentent pas de risques de crédit similaires à ceux des émissions du gouvernement du Canada, les limites de secteur appliquées à ces titres devraient être retirées.

Depuis la mise en œuvre du CDSX en 2003, deux codes de catégorie de titres (XG et FG) sont associés aux titres garantis par le gouvernement fédéral. La grande majorité des titres garantis par le gouvernement fédéral a reçu le code de catégorie de titres XG. La CDS estime que la division des titres garantis par le gouvernement fédéral en deux codes de catégorie n'apporte pas de valeur. Par conséquent, le code de catégorie de titres pour les titres d'emprunt garantis par le gouvernement fédéral devrait être limité à un seul.

C. INCIDENCE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX PROCÉDÉS ET MÉTHODES DE LA CDS

C.1 Concurrence

Aucune

C.2 Risques et coûts d'observation

Ces modifications n'entraînent aucune incidence sur les risques ou les coûts d'observation. Il n'y a aucune incidence négative sur la capacité des adhérents de garantir leurs activités de règlement.

C.3 Comparaison avec les normes internationales – (a) le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux, (b) le Comité Technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs et (c) le Groupe des Trente

Les modifications proposées sont conformes à toutes les normes internationales pertinentes.

D. DESCRIPTION DU PROCESSUS DE RÉDACTION DES PROCÉDÉS ET MÉTHODES

D.1 Contexte d'élaboration

La CDS a élaboré les modifications proposées et le Comité consultatif sur le risque les a étudiées et présentées aux fins d'approbation le 8 décembre 2009.

D.2 Processus de rédaction des Procédés et méthodes

Les modifications proposées aux Procédés et méthodes de la CDS sont étudiées et approuvées par le Comité d'analyse du développement stratégique (« CADS ») de la CDS. Le CADS détermine ou étudie, surveille et établit l'ordre de priorité des projets de développement des systèmes de la CDS et l'apport d'autres modifications proposées par les adhérents et la CDS. Le CADS compte parmi ses membres des représentants des adhérents de la CDS et il se réunit mensuellement.

Ces modifications ont été étudiées et approuvées par le CADS le 24 mars 2011.

D.3 Questions prises en compte

Voir ci-dessus.

D.4 Consultation

Voir ci-dessus.

D.5 Autres possibilités étudiées

Voir ci-dessus.

D.6 Plan de mise en œuvre

La CDS est reconnue à titre d'agence de compensation par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO ») en vertu de l'article 21.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario. L'Autorité des marchés financiers (« AMF ») a autorisé la CDS à poursuivre les activités de compensation au Québec en vertu des articles 169 et 170 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec. De plus, la CDS est réputée être la chambre de compensation pour le CDSX^{MD}, système de compensation et de règlement désigné par la Banque du Canada en vertu de l'article 4 de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements.* La CVMO, l'AMF et la Banque du Canada seront ci-après collectivement désignées par l'expression « autorités de reconnaissance ».

Les modifications apportées aux Procédés et méthodes de l'adhérent pourraient entrer en vigueur dès l'obtention de l'approbation des modifications par les autorités de reconnaissance à la suite de la publication de l'avis et de la sollicitation de commentaires auprès du public.

E. INCIDENCE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES SUR LES SYSTÈMES

E.1 CDS

La CDS apportera des modifications au système afin de retirer le code de catégorie FG. Tous les émetteurs désignés par le code de catégorie FG se verront attribuer le code de catégorie XG.

E.2 Adhérents de la CDS

Aucun changement n'est requis.

E.3 Autres intervenants du marché

Aucun changement n'est requis.

F. COMPARAISON AVEC LES AUTRES AGENCES DE COMPENSATION

Aucun autre renseignement provenant d'autres dépositaires centraux de titres n'est disponible pour réaliser une analyse semblable.

G. ÉVALUATION DE L'INTÉRÊT GÉNÉRAL

La CDS a déterminé que les modifications proposées ne sont pas contraires à l'intérêt général.

H. COMMENTAIRES

Veuillez faire parvenir vos commentaires écrits à l'égard des modifications proposées dans les 30 jours civils suivant la date de publication du présent avis dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, aux coordonnées suivantes :

David Stanton
Chef de la Gestion des risques
Services de dépôt et de compensation CDS inc.
85, rue Richmond Ouest
Toronto (Ontario) M5H 2C9

Téléphone : 416 365-8489
Courriel : dstanton@cds.ca

Veuillez également faire parvenir un exemplaire de ces commentaires à l'Autorité des marchés financiers et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, aux personnes indiquées ci-après :

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Télécopieur : 514 864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Directrice, Réglementation du marché
Division des marchés des capitaux
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Bureau 1903, C.P. 55,
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3S8

Télécopieur : 416 595-8940
Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

La CDS mettra à la disposition du public, sur demande, des exemplaires des commentaires reçus au cours de la période de sollicitation de commentaires.

I. MODIFICATIONS PROPOSÉES AUX PROCÉDÉS ET MÉTHODES DE LA CDS

Les modifications proposées aux Procédés et méthodes de la CDS peuvent être consultées à partir de la page Web des Modifications apportées à la documentation (français : http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-FR-modifications?Open, anglais : http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-EN-blacklined?Open), et celles proposées aux formulaires de la CDS (le cas échéant) à partir du site Web des Services de la CDS (http://www.cds.ca/cdsclearinghome.nsf/Pages/-FR-ServicesdelaCDS?Open) à la page des Formulaires en ligne (cliquer sur Afficher par catégorie de formulaires et, dans la liste Sélectionner une catégorie de formulaires, cliquez sur Examen externe).

☒	Négociation - Dérivés sur taux d'intérêt	☐	Back-office - Options
☒	Négociation - Dérivés sur actions et indices	☒	Technologie
☒	Back-office - Contrats à terme	☒	Réglementation
		☐	MCeX

CIRCULAIRE
Le 6 avril 2011

SOLLICITATION DE COMMENTAIRES

ADOPTION DE RÈGLES APPLICABLES AUX MAINTENEURS DE MARCHÉ POUR LES CONTRATS À TERME

MODIFICATION DE LA RÈGLE SIX DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.

Le comité de règles et politiques de Bourse de Montréal inc. (la « **Bourse** ») a approuvé des modifications à la règle six de la Bourse afin d'ajouter un article s'appliquant expressément aux mainteneurs de marché pour les contrats à terme. Par conséquent, la Bourse harmonise le cadre de réglementation applicable aux contrats à terme avec celui applicable aux contrats d'options.

Les commentaires relatifs aux modifications proposées doivent nous être présentés dans les 30 jours suivant la date de publication du présent avis, soit au plus tard le **9 mai 2011**. Prière de soumettre ces commentaires à :

Monsieur François Gilbert
Vice-président, Affaires juridiques, produits dérivés
Bourse de Montréal inc.
Tour de la Bourse
C.P. 61, 800, square Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1A9
Courriel : legal@m-x.ca

Ces commentaires devront également être transmis à l'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** ») à l'attention de :

Madame Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
C.P. 246, 800, square Victoria, 22e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Circulaire no. : 063-2011

Annexe

Les personnes intéressées trouveront en annexe le document d'analyse des modifications proposées. La date d'entrée en vigueur des modifications proposées sera déterminée par la Bourse, conformément au processus d'autocertification, tel que prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (L.R.Q., chapitre I-14.01).

Processus d'établissement de règles

La Bourse est autorisée à exercer l'activité de bourse et est reconnue à titre d'organisme d'autoréglementation par l'Autorité. Le conseil d'administration de la Bourse a délégué au comité de règles et politiques l'approbation des règles et procédures. Les règles de la Bourse sont soumises à l'Autorité conformément au processus d'autocertification, tel que prévu par la *Loi sur les instruments dérivés* (L.R.Q., chapitre I-14.01).

François Gilbert
Vice-président, Affaires juridiques (produits dérivés)
Bourse de Montréal Inc.

ADOPTION DE RÈGLES APPLICABLES AUX MAINTENEURS DE MARCHÉ POUR LES CONTRATS À TERME

MODIFICATIONS VISANT LES RÈGLES DE BOURSE DE MONTRÉAL INC.

Modifications de la règle six – Ajout de l'article 6820

I. Introduction

Bourse de Montréal Inc. (la « Bourse ») compte de nombreux contrats à terme sur titres à revenu fixe inscrits à sa cote. Il s'agit en majorité de contrats à terme à revenu fixe sur obligations du gouvernement du Canada. Le volume des opérations sur certains contrats à terme sur titres à revenu fixe n'a jamais véritablement progressé et, par conséquent, la liquidité et la cotation idéale des cours du marché ne se sont jamais matérialisées. La Bourse entend donc mettre en place des programmes de maintien de marché dans le but d'accroître le volume et la liquidité pour ses contrats à terme.

Les programmes de maintien de marché ont démontré leur efficacité au chapitre des gains de liquidité et de l'accroissement de la profondeur du marché. Les mainteneurs de marché procèdent en prenant une position acheteur ou vendeur pendant un certain temps, assumant ainsi un certain risque en retour de la chance de réaliser un bénéfice. Les mainteneurs de marché apportent de la liquidité au marché, ils sont tenus de maintenir des marchés dans les deux sens et de saisir des ordres de sens contraire dans des situations de déséquilibre à court terme des ordres. Cela aide à empêcher la volatilité excessive et, en retour, le mainteneur de marché se voit accorder une dispense de paiement de frais et d'autres avantages liés à l'exécution.

À titre d'organisme d'autoréglementation reconnu, la Bourse se doit de veiller à ce que le cadre de réglementation de la Bourse soit adéquat et que toutes les activités de maintien de marché soient dûment supervisées. La surveillance et la sélection des mainteneurs de marché incombent à la Bourse. Les règles de la Bourse visant les mainteneurs de marché pour les options sont déjà en place. Cependant, la Bourse n'a pas d'ensemble de règles en bonne et due forme visant les mainteneurs de marché pour les contrats à terme. Par conséquent, la Bourse doit harmoniser le cadre de réglementation applicable aux contrats à terme avec le cadre existant applicable aux contrats d'options en ajoutant à ses règles une section s'appliquant expressément aux mainteneurs de marché pour les contrats à terme. De plus, la Bourse se retrouverait ainsi au même niveau que les autres bourses de produits dérivés à la cote desquelles sont inscrits des contrats à terme.

Dans le cadre de ses efforts incessants visant à accroître le volume et la liquidité pour ses contrats à terme, la Bourse a procédé au lancement d'un programme de maintien de marché pour les contrats à terme sur titres à revenu fixe. Cependant, pour ce faire, la Bourse doit ajouter un article à la règle six de la Bourse afin de se conformer aux exigences réglementaires pour le lancement d'un programme de maintien de marché pour les contrats à terme. La mise en place de ce programme de maintien de marché est conditionnelle à l'ajout de la modification appropriée à la réglementation.

II. Raison d'être

A - Harmonisation des règles de la Bourse pour les mainteneurs de marché sur options et contrats à terme

Les règles applicables aux mainteneurs de marché pour les contrats d'options sont déjà en place et appliquées par la Bourse. Les règles actuelles de la Bourse applicables aux mainteneurs de marché sur contrats d'options ont été initialement rédigées et approuvées en 2001. Il ne semblait alors pas pertinent d'adopter des règles applicables aux mainteneurs de marché pour les contrats à terme.

Dans la version actuelle des règles de la Bourse, l'*article 6395 Mainteneurs de marché – Options* stipule les exigences applicables aux mainteneurs de marché pour les contrats d'options. Toutefois, la règle six de la Bourse est muette en ce qui concerne les exigences applicables aux mainteneurs de marché pour les contrats à terme. À défaut de modalités précises pour le maintien de marché sur contrats à terme, la Bourse propose d'ajouter un article à la règle six de la Bourse afin de mettre en œuvre des exigences applicables aux mainteneurs de marché pour les contrats à terme. Cet ajout est nécessaire aux fins de conformité avec les exigences réglementaires.

À titre d'organisme d'autoréglementation, la Bourse n'accorde pas d'accès direct à sa plate-forme de négociation aux entités que la Bourse ne reconnaît pas comme des participants agréés ou des participants agréés étrangers. Par conséquent, seul un participant agréé ou un participant agréé étranger est admissible en tant que contrepartie à une convention de maintient de marché avec la Bourse.

B - Comparaison avec les autres bourses internationales – Règles pour les mainteneurs de marché de contrats à terme

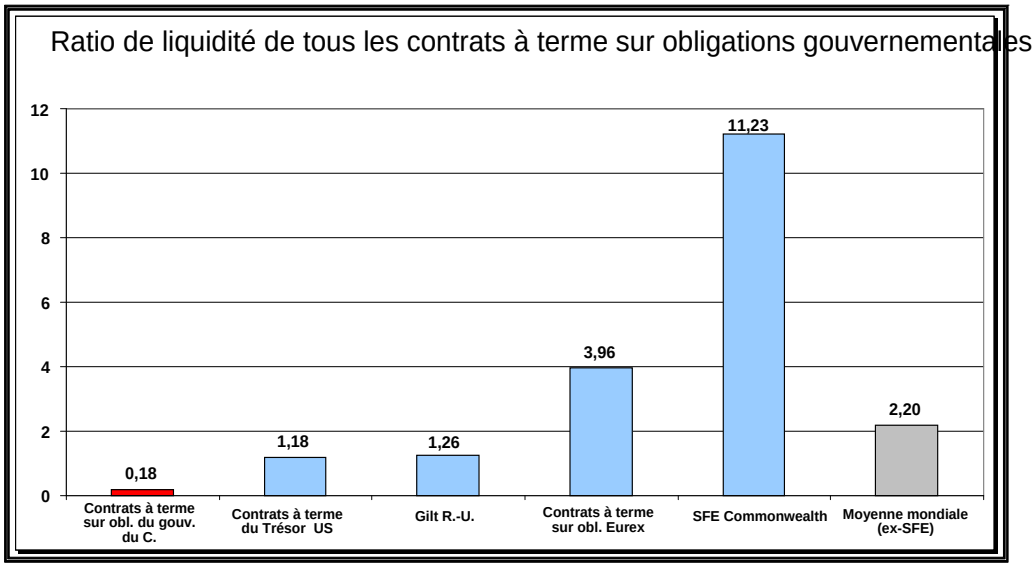
Un examen récent des règles des bourses de produits dérivés a indiqué que les bourses de produits dérivés semblables à la Bourse, à la cote desquelles des contrats à terme sont inscrits, ont adopté des règles applicables aux mainteneurs de marché pour les contrats à terme. Tout en adoptant une démarche discrète à l'égard de la réglementation, toutes les bourses de produits dérivés ont des règles faisant référence aux programmes de mainteneur de marché implantés par la bourse.

CME, CBOT, NYMEX et COMEX sont des bourses indépendantes, chacune étant responsable de maintenir son propre ensemble de règles. Du point de vue de la réglementation, chaque bourse demeure un organisme d'autoréglementation distinct, même si les quatre bourses font partie de Groupe CME. Les règles de ces entités ont été en grandes parties harmonisées de manière à établir un cadre réglementaire commun pour les utilisateurs des marchés. Les sections respectives de leurs règles applicables aux mainteneurs de marché pour contrats à terme ne comportent aucune différence et offrent une version de méthode de réglementation portant sur les conditions des programmes de mainteneur de marché implantés par les bourses.

La situation de la Bourse se rapprochera du modèle adopté par les bourses de produits dérivés des États-Unis et de l'Europe, un modèle qui préconise le renvoi aux conditions des ententes de mainteneur de marché.

C - Des progrès à réaliser en vue d'une courbe globale de rendement des obligations du gouvernement du Canada

Des statistiques récentes démontrent que le marché canadien des contrats à terme sur titres à revenu fixe est sous-développé par rapport aux autres marchés. Une étude récente réalisée parmi les banques, caisses de retraite, sociétés d'assurance et courtiers en valeurs canadiens a démontré l'existence d'un intérêt à l'égard de l'établissement d'une courbe globale de rendement des obligations du gouvernement du Canada et d'un marché des contrats à terme sur titres à revenu fixe plus liquide.



L'adoption de règles pour les mainteneurs de marché de contrats à terme faciliterait la mise en place d'un programme de mainteneur de marché qui, à son tour, faciliterait l'établissement d'une courbe globale de rendement des obligations du gouvernement du Canada.

III. Modifications proposées à la réglementation

A - Objectifs des modifications proposées

Pour les raisons susmentionnées, la Bourse propose de modifier la règle six en y ajoutant l'article 6820 qui stipule que la Bourse peut conclure une convention de maintient de marché pour contrats à terme. Cette modification de la règle six de la Bourse facilitera la mise en place du programme de mainteneur de marché pour contrats à terme.

L'article 6820 établit la capacité de la Bourse à conclure une convention de maintient de marché pour contrats à terme. À titre d'organisme d'autoréglementation reconnu, la Bourse doit adopter des règles applicables aux mainteneurs de marché pour contrats à terme afin de se conformer aux exigences réglementaires. C'est une condition préalable au lancement des programmes de mainteneur de marché pour contrats à terme.

Comme l'exigent les règles, les modifications proposées limiteront les candidats admissibles aux participants agréés ou aux participants agréés étrangers de la Bourse.

B - Conséquences des modifications proposées

Cet ajout aux règles de la Bourse de règles applicables aux mainteneurs de marché pour contrats à terme favorisera l'inscription et la négociation des contrats à terme sur la plate-forme de négociation électronique de la Bourse. De plus, l'adoption de règles applicables aux mainteneurs de marché pour contrats à terme permettra à la Bourse d'évoluer sur un pied d'égalité avec les autres bourses semblables dans le reste du monde et particulièrement avec ses homologues des États-Unis.

C - Résumé des modifications proposées

Les règles actuelles de la Bourse établissent des exigences applicables aux mainteneurs de marché pour contrats d'options. Toutefois, la Bourse doit modifier la règle six pour obtenir l'approbation réglementaire en vue de lancer un programme de mainteneur de marché pour contrats à terme. La Bourse adoptera donc des règles applicables aux mainteneurs de marché pour contrats à terme.

IV. Intérêt public

Les modifications visant les règles de la Bourse permettront à celle-ci de mettre en place des programmes de mainteneur de marché pour contrats à terme. Il est dans l'intérêt public que la Bourse adopte un cadre de réglementation approprié applicable aux mainteneurs de marché pour contrats à terme.

V. Processus

Les modifications proposées visant les règles et procédures de la Bourse sont soumises à l'approbation du Comité de règles et politiques de la Bourse et seront par la suite soumises à l'Autorité des marchés financiers (AMF) conformément au processus d'autocertification et à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) aux fins d'information.

VI. Références

Chicago Merchantile Exchange (CME)

- CME Rulebook, Chapter 1 Membership, Section 195 Market Maker Programs
  http://www.cmegroup.com/rulebook/CME/I/1/

Chicago Board of Trade (CBOT)

- CBOT Rulebook, Chapter 1 Membership, Section 195 Market Maker Programs
  http://www.cmegroup.com/rulebook/CBOT/I/1/

New York Merchantile Exchange (NYMEX)

- NYMEX Rulebook, Chapter 1 Membership, Section 195 Market Maker Programs
  http://www.cmegroup.com/rulebook/NYMEX/1/1.pdf

VII. Documents annexés

- Règle six de Bourse de Montréal Inc. : article 6820 proposé

RÈGLE SIX

NÉGOCIATION

D. RÈGLES SPÉCIALES POUR LA NÉGOCIATION DES CONTRATS À TERME

Section 6801 – 6820

Dispositions de la négociation des contrats à terme

6820 Mainteneurs de marchés – contrats à terme
(XX.XX.XX)

1) Afin d'augmenter la liquidité du marché et de faciliter le traitement des ordres, la Bourse peut conclure une convention de maintien de marché avec un participant agréé ou un participant agréé étranger pour un ou plusieurs contrats à terme inscrits à la cote de la Bourse. Le mainteneur de marché sera tenu de maintenir un marché continu à deux côtés pour les contrats à terme désignés par la Bourse.

2) La sélection ainsi que la supervision des mainteneurs de marché est la responsabilité de la Bourse**.** Les facteurs pris en considération pour la sélection des mainteneurs de marché sont notamment : capital adéquat, expérience en négociation d'un instrument dérivé similaire, volonté de promouvoir la Bourse comme place de marché, capacité opérationnelle, personnel de soutien, respect des règles de la Bourse dans le passé et tout autre facteur jugé pertinent par la Bourse.

3) Chaque mainteneur de marché doit notamment respecter les obligations suivantes:

i) Le mainteneur de marché a l'obligation d'informer la Bourse immédiatement de tout changement important relatif à sa situation financière ou opérationnelle ainsi qu'à son personnel.

ii) Le mainteneur de marché ne peut transférer une convention de maintien de marché sans l'approbation préalable de la Bourse.

iii) Le mainteneur de marché doit respecter ses engagements envers la Bourse jusqu'au terme de la convention de maintien de marché ou jusqu'à la résiliation de celle-ci par la Bourse.

4) La Bourse peut, à sa discrétion, résilier une convention de maintien de marché :

i) si, après révision, la Bourse détermine que la performance d'un mainteneur de marché ne respecte pas les termes de la convention de maintien de marché ;

ii) si le mainteneur de marché subit des changements financiers, opérationnels ou de personnel importants qui pourraient avoir un impact négatif sur sa capacité d'assumer ses responsabilités ;

iii) si pour quelque raison que ce soit, le mainteneur de marché n'est plus en conformité avec les termes de la convention de maintien de marché ou les règles et procédures de la Bourse, s'il avise la Bourse de son intention de cesser de respecter les termes de la convention de maintien de marché ou s'il ne respecte pas ses obligations.

7.3.2 Publication

Aucune information

7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.