

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
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 8°, 32°, 32.0.1° et 34 et a. 331.2)

Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation - Régime de protection des ordres (RPO)

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*, chapitre 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 127 jours à compter de sa publication au Bulletin de l'Autorité :

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

Vous trouverez également ci-dessous les projets de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* en version soulignée.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **19 septembre 2014**, en s'adressant à :

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

Renseignements additionnels

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

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

Roland Geiling
Analyste en dérivés
Direction des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4323
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Le15 mai 2014

Avis de consultation

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

Le 15 mai 2014

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation des projets de modifications du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 23-101**) et de son instruction générale (l'**Instruction générale 23-101**) ainsi qu'un projet de méthode d'examen des droits relatifs aux données (les **projets de modifications**).

Le texte des projets de modifications est publié avec le présent avis ainsi que sur les sites Web des membres des ACVM, dont les suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Nous avons élaboré les projets de modifications en étroite collaboration avec le personnel de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), que nous remercions d'avoir partagé ses connaissances et son expertise. L'OCRCVM publiera des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) pour y transposer les projets de modifications.

Contexte

Les projets de modifications se rapportent principalement au régime de protection des ordres (RPO), aussi appelé régime de protection contre les transactions hors cours¹ (les **modifications du RPO**). En vertu du RPO, tous les ordres dotés du meilleur cours doivent être exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur indépendamment du marché sur lequel ils sont saisis.

Objet

Les projets de modifications visent à corriger certains coûts et inefficiences résultant du RPO actuel en apportant des modifications sur les principaux points suivants :

¹ Il y a « transaction hors cours » lorsqu'un ordre est exécuté à un cours inférieur à la meilleure offre d'achat ou de vente affichée.

- l'application du RPO;
- les politiques en matière de meilleure exécution et la communication d'information;
- les frais de négociation.

Résumé des projets de modifications

En vertu des modifications du RPO, les ordres seraient protégés s'ils sont affichés sur un marché qui remplit certains critères, en conséquence de quoi les ordres affichés sur certains marchés ne seraient pas protégés par ce régime. Dans le présent avis, nous proposons ou envisageons aussi des plafonds pour certains frais de négociation et droits relatifs aux données. Enfin, nous faisons le point sur les mesures proposées relativement aux paiements de rabais par les marchés à leurs membres ou abonnés en vertu du barème de frais « teneur-preneur ».

Plus précisément, les modifications proposées au Règlement 23-101 :

- modifient la définition des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée » pour inclure les ordres affichés sur les marchés qui atteignent ou dépassent un seuil de part de marché ou les ordres affichés portant sur les titres cotés négociés sur des bourses reconnues qui n'atteignent pas le seuil;
- ajoutent un article 4.4 au Règlement 23-101 pour obliger les courtiers à communiquer leurs politiques en matière de meilleure exécution;
- modifient l'article 6.5 du Règlement 23-101 pour tenir compte des projets de modifications de la définition des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée » et fournir des éclaircissements sur la portée de l'interdiction de figer ou de croiser le marché;
- ajoutent un article 6.6.1 au Règlement 23-101 pour plafonner les frais de négociation.

Par ailleurs, l'Annexe A fait état d'autres aspects de notre projet dont la mise en œuvre ne nécessite pas de modifier le Règlement 23-101. Ils visent à corriger certains coûts ou inefficiences liés directement ou indirectement au RPO ou à régler d'autres problèmes et questions évoqués dans le présent avis. Il s'agit de ce qui suit :

- la planification d'une étude pilote sur l'impact d'une interdiction de la pratique des marchés consistant à payer des rabais;
- une proposition de mettre en œuvre une méthode transparente d'établissement de la valeur relative des données de marché en temps réel lors de l'examen et de l'approbation, selon cette méthode, des droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés professionnels;
- une proposition d'obliger les marchés à faire approuver de nouveau chaque année les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés professionnels et à les justifier par rapport aux résultats obtenus en appliquant la méthode ci-dessus;

- l'opportunité d'autres interventions pour régler les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés non professionnels.

Points d'intérêt local

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières sont publiés. En Ontario, ils figurent à l'Annexe D du présent avis.

Pouvoir réglementaire

Dans les territoires où les projets de modifications doivent être pris sous forme de règlement, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant leur objet.

Date limite

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 19 septembre 2014. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

Transmission des commentaires

Veillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers

800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Télécopieur : 514 864-6381
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 19th Floor, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416 593-2318
comments@osc.gov.on.ca

Les commentaires reçus seront publiés.

Il est à noter que 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. Il est donc possible que certains renseignements personnels des intervenants, tels que leur adresse résidentielle, professionnelle ou électronique, figure sur les sites Web. Il importe que les intervenants précisent en quel nom ils présentent leur mémoire.

Tous les commentaires reçus seront affichés sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.gov.on.ca.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Serge Boisvert Conseiller en réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers 514 395-0337, poste 4358	Roland Geiling Analyste en dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers 514 395-0337, poste 4323
Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-8167	Kent Bailey Trading Specialist, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 595-8908
Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de	Paul Redman Principal Economist, Strategy & Operations

l'Ontario 416 593-8082	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-2396
Michael Brady Senior Legal Counsel British Columbia Securities Commission 604 899-6561	Meg Tassie Senior Advisor British Columbia Securities Commission 604 899-6819
Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission 403 297-4281	

ANNEXE A

CONTEXTE ET DESCRIPTION DES PROJETS DE MODIFICATIONS

I. CONTEXTE

A. Principes ayant présidé à l'élaboration du cadre réglementaire actuel

En 2001, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont instauré un régime permettant la concurrence entre les bourses traditionnelles et les autres marchés, tout en veillant à ce que la négociation soit équitable et transparente. Ce régime reposait sur la mise en œuvre du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le **Règlement 21-101**) et du Règlement 23-101 (ensemble, les **règlements sur les marchés**). À l'époque, les objectifs réglementaires étaient de donner davantage de choix aux investisseurs, d'améliorer la formation des cours, de réduire les coûts d'exécution et d'améliorer l'intégrité du marché².

Certaines caractéristiques considérées comme essentielles à l'efficacité du marché sous-tendaient ces objectifs. Décrites dans un rapport publié par la Bourse de Toronto (TSX) en 1997, *Report of the Special Committee on Market Fragmentation: Responding to the Challenge*, puis dans un rapport de 2006 intitulé *Ideal Attributes of a Marketplace*³, elles peuvent être résumées comme suit :

<i>Liquidité</i>	La liquidité peut être définie comme la capacité du marché à absorber les ordres d'achat et de vente des clients sur le titre donné au dernier cours vendeur ou à un cours s'y rapprochant. Plus les ordres et les actions disponibles à un cours donné sont nombreux, plus le marché est liquide. Certaines caractéristiques propres à la liquidité sont la profondeur et l'ampleur du marché ainsi que la résilience ⁴ .
<i>Immédiateté</i>	L'immédiateté s'entend de la vitesse à laquelle un ordre peut être comblé. Elle est étroitement liée à la liquidité du marché, parce que l'augmentation de la liquidité devrait se traduire par une réduction du délai d'exécution des opérations.

² Voir l'*Avis de publication de la Norme canadienne 21-101, Le fonctionnement du marché, de l'Instruction complémentaire 21-101 et des Annexes 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4, 21-101A5 et 21-101A6 et de la Norme canadienne 23-101, Les règles de négociation et de l'Instruction complémentaire 23-101*, publié dans le supplément au Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec du 31 août 2001, Vol. XXXII n° 35.

³ Eric Kirzner, *Ideal Attributes of a Marketplace*, 22 juin 2006, dans Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Le Canada s'engage*, Volume 4 – *Maintaining a Competitive Capital Market in Canada*.

⁴ La profondeur du marché s'entend du nombre d'ordres à des cours différents qui sont inscrits dans le registre. L'ampleur du marché s'entend du nombre d'actions que les investisseurs veulent acheter ou vendre à un cours donné et de la capacité d'absorption d'un ordre entrant volumineux. La résilience est la capacité du marché à attirer des ordres de sens inverse assez rapidement en cas de déséquilibre entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

- Transparence* La transparence renvoie à la mesure dans laquelle l'information concernant les ordres et les opérations est diffusée en temps réel au public⁵.
- Formation des cours* La formation des cours s'entend du processus au cours duquel est établi le prix d'exécution d'une opération. L'établissement de la juste valeur de marché d'un titre repose sur deux sources : l'offre et la demande, qui indiquent la volonté d'un participant d'effectuer une opération sur le titre à un cours donné, et l'information sur les opérations qui ont réellement été effectuées.
- Si l'information concernant les prix n'est pas transparente pour les participants ou si cette information est inégale ou incomplète, les participants ne peuvent pas prendre des décisions éclairées. En outre, l'incapacité des participants d'accéder aux marchés où un titre est négocié pourrait les dissuader d'effectuer des opérations sur le titre, et pourrait réduire l'efficacité du processus de formation des cours.
- Équité* L'équité s'entend à la fois de l'impression et du fait que tous les participants sont assujettis aux mêmes règles et conditions et que personne ni aucun groupe n'est indûment avantagé ou désavantagé. L'« équité » d'un marché peut se rapporter à l'équité de l'accès à un marché donné ou au marché dans son ensemble, à l'équité de l'accès à l'information sur les opérations ou à l'équité du traitement des ordres.
- Intégrité du marché* L'intégrité du marché s'entend du degré de confiance envers le marché dans son ensemble ou un marché en particulier. La confiance est étroitement liée à l'impression que les investisseurs ont de l'équité du marché et à l'efficacité de l'encadrement réglementaire.
- Coûts d'opérations* Les coûts d'opérations représentent le coût de mise en œuvre de la stratégie de placement de l'investisseur. Ils sont importants pour les investisseurs parce qu'ils réduisent directement le rendement net des investissements. Pour les investisseurs et les courtiers, ils constituent un facteur déterminant du choix du marché où exécuter les opérations. Il est possible de les ventiler notamment en courtages, marge du courtier, frais d'opération et coûts d'impact sur le marché. De faibles coûts d'opérations sont caractéristiques d'un marché efficace et efficient.

⁵ Au Canada, la transparence avant les opérations de l'information sur les ordres est exigée lorsqu'un marché affiche des ordres sur des titres cotés. Elle concerne toute l'information pertinente, dont le volume, le symbole, le cours et l'heure. Les marchés sont en tout temps assujettis aux règles relatives à la transparence après les opérations. L'information concernant les ordres et les opérations doit être fournie à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information. À l'heure actuelle au Canada, TSX Inc. est l'agence de traitement de l'information pour les valeurs mobilières inscrites en bourse autres que les options.

Nous avons tenu compte de ces caractéristiques tout au long de l'élaboration des règlements sur les marchés et d'autres projets relatifs à la structure du marché, notamment les révisions subséquentes des obligations de meilleure exécution et la mise en œuvre du RPO ainsi que du cadre réglementaire de la liquidité invisible⁶. Malgré certaines tensions inhérentes entre ces caractéristiques, nous avons tenté, dans la mesure du possible, de les équilibrer.

À notre avis, toute modification réglementaire nécessite de tenir compte de ces caractéristiques d'un marché efficace et efficient dans le contexte de notre mandat collectif de protection des investisseurs et de soutien de l'équité et de l'efficacité des marchés des capitaux. En outre, il nous faut tenir compte de la concurrence et de l'innovation, étant donné le rôle important qu'elles jouent en matière d'équité et d'efficacité de nos marchés.

B. Historique du RPO et principes sous-jacents

Le Canada a établi depuis un certain temps une protection contre les transactions hors cours sur les titres cotés, bien que la portée de son application et les principes qui le sous-tendent aient évolué au fil du temps. Les obligations relatives au meilleurs cours qui étaient imposées à cet égard par la Bourse de Montréal et la TSX⁷ à l'époque où la négociation se déroulait sur les deux ont été reprises dans la première mouture des obligations de meilleure exécution prévues par le Règlement 23-101⁸ et dans l'ancienne Règle 5.2 des RUM, *Meilleur cours*.

La restructuration des bourses canadiennes en 1999 a donné naissance à un environnement dans lequel les titres cotés n'étaient plus négociés que sur leur lieu d'inscription à la cote, de sorte que la protection contre les transactions hors cours intermarchés avait perdu sa raison d'être. En prévision du retour à un contexte de multiplicité des marchés, Services de réglementation du marché inc. (désormais l'OCRCVM) et les ACVM ont publié une série de documents et de propositions dans le cadre d'un examen approfondi de l'évolution du marché (principalement l'émergence d'un contexte de multiplicité des marchés) et du cadre réglementaire applicable à l'époque. Cette démarche consistait notamment à élaborer et à formaliser les obligations en matière de transactions hors cours qui ont été intégrées dans le RPO⁹.

⁶ Ces caractéristiques ont notamment été évoquées dans le document d'information intitulé *Réglementation des systèmes de négociation alternatifs au Canada*, publié dans le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec du 27 août 1999, Vol. XXX n° 34, et dans le *Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM, Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada*, publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 2 octobre 2009, Vol. 6 n° 39, p. 212.

⁷ À la suite de la restructuration des bourses canadiennes en 1999, la TSX est devenue le marché des titres de capitaux propres des sociétés à forte capitalisation, la Bourse de croissance TSX celui des titres des émetteurs émergents, et la Bourse de Montréal celui des dérivés standardisés.

⁸ Des obligations en matière de meilleur cours ont été intégrées aux obligations de meilleure exécution prévues par la première version des règlements sur les marchés. Ces obligations ont été modifiées et les obligations de meilleure exécution retirées lors de la mise en œuvre de modifications du Règlement 23-101 en septembre 2008.

⁹ Les ACVM ont entamé leur examen du RPO ou de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours en publiant le *Document de discussion 23-403, Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours* le 22 juillet 2005 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2 n° 29 (suppl.). En collaboration avec Services de réglementation du marché inc., elles y traitaient de l'évolution de la structure et de la réglementation du marché aux États-Unis et en Europe dans le contexte de la meilleure exécution et de la protection des ordres. Cette démarche a conduit à des propositions de formalisation du RPO qui ont été publiées pour consultation le 20 avril 2007 dans l'*Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours*, la

En l'absence d'une forme de protection contre les transactions hors cours dans un contexte de concurrence entre marchés pour la négociation des mêmes titres¹⁰, on craignait que les investisseurs, notamment les investisseurs individuels, jugent les règles du jeu inéquitables si leurs ordres n'étaient pas exécutés bien qu'ils affichent le meilleur cours. Il aurait pu en résulter une perte de confiance dans l'équité et l'intégrité du marché, le retrait des investisseurs ou de la liquidité et une baisse de l'efficacité du processus de formation des cours et des marchés en général. Les détracteurs du RPO craignaient toutefois une augmentation des coûts et un manque d'innovation et de concurrence au Canada.

Le RPO a été finalisé en novembre 2009 et mis en œuvre en février 2011¹¹. Il impose l'obligation de protection non plus seulement aux courtiers, mais à l'ensemble des marchés. Cependant, il donne également aux participants au marché (principalement les courtiers) la possibilité d'assumer les obligations qu'il prévoit.

L'avis de publication indique que le RPO « est la garantie que tous les ordres à cours limité immédiatement accessibles, visibles et ayant un meilleur cours sont exécutés avant les ordres à cours limité ayant un cours inférieur, et que les ordres ne sont pas contournés ». Il confirme qu'il s'agit d'une obligation envers l'ensemble du marché à laquelle il n'est pas possible de déroger. Les ACVM ont fait remarquer que le RPO vise à donner confiance à tous les types d'investisseurs de façon à ce qu'ils contribuent à la formation des cours en affichant des ordres à cours limité visibles.

En finalisant le RPO, les ACVM ont pris acte de la nécessité de promouvoir l'efficacité des services de négociation par la concurrence entre les marchés, tout en assurant l'équité et l'intégrité grâce à l'efficacité de l'établissement des cours et de la négociation des titres cotés sur plusieurs marchés.

C. Obligations pertinentes et indications

Sous le régime du RPO actuel, il y a transaction hors cours lorsqu'un ordre est exécuté à un cours inférieur à une offre d'achat affichée ou supérieur à une offre de vente affichée (ces offres étant considérées comme des « ordres protégés » en vertu du régime).

Les transactions hors cours ne sont pas interdites en tant que telles, car, dans son libellé, le RPO ne porte que sur des obligations en matière de politiques et de procédures. Les obligations incombent tout d'abord aux marchés, qui sont tenus d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours¹². Toutefois, les participants au marché peuvent

meilleure exécution et l'accès aux marchés, paru dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 4 n° 16, p. 297. Une proposition modifiée a été publiée le 17 octobre 2008 dans l'*Avis de consultation, Projet de Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, Projet de Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, paru dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 5 n° 41, p. 216.

¹⁰ Fin 2007, trois marchés visibles négociaient les titres cotés sur la TSX (TSX, Pure et Omega).

¹¹ *Avis de publication, Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, publié le 13 novembre 2009 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6 n° 45, p. 342.

¹² Les obligations ont été imposées d'abord et avant tout aux marchés en raison des avantages potentiels que cela présente, notamment en réduisant la nécessité d'établir des liens entre les courtiers et chaque marché (ce qui coûte moins chers aux courtiers), en facilitant la surveillance et l'application de la loi et en améliorant les résultats grâce à une démarche cohérente.

assumer ces obligations en recourant aux ordres à traitement imposé, et ils le font dans bien des cas. Le régime prévoit également des exceptions pour certains types de transactions hors cours¹³.

Le participant au marché qui choisit de se plier aux obligations prévues par le RPO en recourant à un ordre à traitement imposé doit d'abord établir, maintenir et faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours, avec les mêmes exceptions que ci-dessus.

Qu'un marché ou qu'un participant au marché se charge de respecter le RPO, les obligations s'appliquent à la pleine profondeur du registre, de la même façon que dans le cas des obligations antérieures d'exécution au meilleur cours. La majorité des intervenants qui ont commenté le document de discussion publié en 2005 et les propositions formelles de RPO qui en ont découlé étaient en faveur de l'application à la pleine profondeur¹⁴. En maintenant cette norme de protection, les ACVM ont confirmé qu'elle permet d'atteindre plus efficacement l'objectif réglementaire de soutien de la confiance des investisseurs dans l'équité et l'intégrité du marché. Il est important que les investisseurs, y compris les investisseurs individuels, sachent que tout ordre saisi sur un marché sera exécuté avant un ordre ayant un cours inférieur. Le remplacement de la norme en vigueur au Canada (notamment par la protection à la tête du registre) pourrait être perçu comme un affaiblissement de la protection des investisseurs.

II. EXAMEN DU RPO

Depuis 2007, le marché canadien est devenu un environnement concurrentiel pour les marchés des titres de capitaux propres. Il comporte plusieurs marchés visibles sur lesquels sont négociés des titres cotés sur la TSX, la Bourse de croissance TSX ou la CSE¹⁵. Cette concurrence a fragmenté le flux d'ordres entre plusieurs mécanismes de négociation, tout en ouvrant le choix, car les marchés ont introduit différents barèmes de frais, des technologies innovantes ou capables d'accélérer le traitement ainsi que de nouveaux types d'ordres.

Cette évolution a donné aux ACVM l'occasion d'évaluer les résultats de la mise en application du RPO dans le contexte de multiplicité des marchés pour lequel il est conçu. L'évaluation a porté sur les avantages que nous souhaitons obtenir ainsi que les coûts et les conséquences imprévues. Les participants au marché ont dit craindre que les coûts de la conformité au RPO ne l'emportent sur ses avantages. Nous avons

¹³ Les exceptions concernent les transactions hors cours résultant des problèmes rencontrés par les systèmes d'un autre marché, de situations comme les cotations oscillantes ou des cas de participants au marché qui décident d'assumer la responsabilité d'empêcher les transactions hors cours en utilisant l'identificateur d'ordre à traitement imposé.

¹⁴ Un comité de mise en œuvre a également été mis sur pied lors de la publication des projets de modifications en octobre 2008. Son mandat consistait notamment à étudier la question de savoir s'il fallait appliquer le RPO à la tête du registre, à la pleine profondeur ou à un autre niveau (par exemple, à cinq cours). Les avis des membres du comité étaient partagés. Bien qu'ils s'entendaient pour dire que la protection à la pleine profondeur du registre était plus complète et compatible sur le plan théorique avec les objectifs des ACVM en matière de politique, il n'y avait aucun consensus sur la question de savoir si cette protection supplémentaire suffisait à justifier les coûts supplémentaires. Les ACVM ont demandé au comité d'approfondir ce point et, en définitive, le RPO a été appliqué à la pleine profondeur.

¹⁵ Qui plus est, il existe actuellement quatre marchés opaques (dont IntraSpread, un mécanisme d'Alpha Exchange) sur lesquels ces titres se négocient.

remarqué que ces craintes augmentent avec l'introduction de chaque nouveau marché visible dont les ordres affichés sont protégés par le régime. Compte tenu de notre évaluation et des craintes des participants, nous nous sommes attachés, dans le cadre de notre examen, à sopeser les avantages du RPO, soit :

- les gains d'efficacité résultant de la consolidation virtuelle de l'accès à des marchés fragmentés;
- l'impression renforcée, chez les investisseurs, que les règles du jeu sont équitables parce que leurs ordres visibles dotés d'un meilleur cours sont exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur;
- l'effet bénéfique sur la concurrence (et son incidence);

ainsi que ses coûts, notamment les inefficiences qui pourraient découler de ce qui suit :

- les participants au marché devenant des consommateurs captifs des services des marchés pour se conformer au RPO;
- les consommateurs captifs générant des revenus pour les marchés et soutenant un niveau de concurrence insoutenable par ailleurs;
- cette concurrence insoutenable entraînant des complications, des inefficiences et des coûts excessifs pour la négociation des titres de capitaux propres.

Dans le cadre de notre examen, nous avons interrogé environ 35 participants au marché de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de l'Ontario et du Québec représentant tout un éventail de courtiers, d'investisseurs, de marchés et de fournisseurs de services. Nos entrevues avaient pour objectif de nous aider à mieux comprendre les effets du RPO pour ce qui est de ses avantages et de ses coûts. Le personnel de la CVMO a également fait appel à son comité consultatif sur les structures de marché, qui se compose de représentants des mêmes types de sociétés. L'OCRCVM a aussi analysé certaines données pour mieux comprendre le fonctionnement du RPO dans un contexte de multiplicité des marchés. Enfin, nous avons eu l'occasion d'étudier les commentaires sur un dépôt préalable d'Aequitas Innovations Inc. Les propositions qui y étaient exposées remettaient en question certains principes fondamentaux du cadre réglementaire actuel (notamment ceux qui sous-tendent le RPO), et nombre d'intervenants en ont profité pour exprimer leur opinion sur les avantages et les coûts du RPO. Les résultats de notre examen sont indiqués ci-après.

A. Examen des avantages du RPO

1. Impact du RPO sur la confiance dans l'équité et l'intégrité du marché

Comme nous l'avons vu, le principal objectif du RPO est de renforcer la confiance dans l'équité et l'intégrité du marché pour soutenir la liquidité ainsi que l'efficacité du processus de formation des cours. De manière générale, les parties que nous avons interrogées étaient d'accord pour dire que le RPO aide à atteindre ces objectifs parce qu'il confère de la certitude au résultat des opérations : les ordres affichés dotés du

meilleur cours devraient généralement être exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur¹⁶. Dans la mesure où le principal objectif de l'investisseur est d'obtenir le meilleur cours pour ses ordres négociables, les intervenants ont également fait valoir que le RPO offre un mécanisme garantissant que le courtier respecte les intérêts du client dans le processus d'exécution des ordres.

Toutefois, plusieurs intervenants étaient d'avis que de nombreux investisseurs, et notamment les investisseurs individuels, ne connaissent probablement pas le RPO et ses conséquences sur leurs ordres, de sorte qu'il peut être difficile de mesurer son effet sur la confiance des investisseurs. En outre, son effet sur la confiance, la liquidité et la formation des cours serait d'autant plus difficile à mesurer que le cadre réglementaire canadien prévoyait déjà une forme de protection contre les transactions hors cours. Le véritable impact du régime ne pourrait se manifester clairement que s'il était relâché, voire aboli. De façon plus générale, les intervenants notent que les effets conjugués, sur les impressions des investisseurs, des conditions macroéconomiques, de divers incidents techniques hautement médiatisés survenus sur les marchés étrangers et de la négociation à haute fréquence pourraient également empêcher d'isoler l'impact du RPO sur l'équité et l'intégrité des marchés.

Les intervenants se questionnent également sur l'avantage de protéger les ordres à cours limité affichés sur d'autres marchés que le marché dominant pour la négociation (soit, généralement, le marché d'inscription). Ils doutent aussi que le RPO ait l'effet escompté si les ordres sont passés sur les autres marchés par les parties le moins susceptibles de perdre confiance dans l'équité et l'intégrité des marchés en l'absence du régime, comme les négociateurs professionnels. Pour approfondir cette question, nous avons examiné les données sur les opérations de chaque marché visible et regroupé les participants en fonction de certains facteurs caractéristiques des négociateurs individuels, institutionnels et professionnels. L'objectif était d'examiner les ratios d'ordres actifs/passifs¹⁷ de chaque groupe et d'évaluer si leurs ordres à cours limité bénéficiaient de la protection sur chaque place de négociation visible¹⁸. Il ressort de cette analyse que la grande majorité des clients individuels et institutionnels affichent leur flux d'ordres sur les marchés d'inscription (par exemple, la TSX ou la Bourse de croissance TSX) et un pourcentage beaucoup plus faible sur d'autres marchés. La plus grande partie du flux d'ordres restant qui est affiché sur d'autres marchés semble émaner de négociateurs professionnels. Ces conclusions sont corroborées par les témoignages anecdotiques que nous avons recueillis auprès de courtiers lors de nos entrevues en ce qui concerne la passation des ordres passifs de leurs clients

¹⁶ Sauf dans les types de scénarios où les transactions hors cours sont autorisées conformément à l'article 6.2 et au sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du Règlement 23-101 actuel.

¹⁷ Ces ratios s'entendent du calcul comparatif des ordres qui apportent de la liquidité (les ordres passifs) et de ceux qui en retirent (les ordres actifs).

¹⁸ Les identifiants des négociateurs ont été regroupés en fonction de leur utilisation 1) de la désignation « application intentionnelle » (caractéristique des ordres des clients institutionnels); 2) des ordres « SDL » sur Alpha IntraSpread (limités aux ordres de clients qui répondent à la définition de « client de détail » selon les Règles des courtiers membres de l'OCRCVM); 3) des ordres pour affichage seulement (surtout utilisés par les négociateurs professionnels exécutant une stratégie de tenue de marché qui repose sur la passation d'ordres passifs); 4) de la désignation « dispensé de la mention à découvert » (pour les opérations exécutées par des professionnels dans des comptes d'arbitrage, des comptes de tenue de marché formels, des comptes de tenue de marché informels ou de négociation à haute vitesse et des comptes de facilitation de courtiers).

individuels et institutionnels. Certains résultats de notre analyse figurent dans l'Appendice A-1.

2. Autres avantages reconnus du RPO

Il ressort de nos observations de l'évolution du contexte de multiplicité des marchés et des commentaires recueillis lors de nos entrevues que le RPO a aussi augmenté l'efficacité de la négociation en raison des investissements que les marchés, les courtiers et les fournisseurs de services ont effectués dans leurs systèmes pour gérer de multiples ordres sur plusieurs places. Les intervenants ont également suggéré que le RPO et les obligations existantes de transparence avant les opérations ont modéré l'impact de la fragmentation de la liquidité grâce à la consolidation virtuelle des registres d'ordres à cours limité de chaque marché visible par divers participants au marché et fournisseurs de services. Enfin, les participants ont généralement formulé des commentaires positifs sur l'effet bénéfique que le RPO et les obligations d'exécution au meilleur cours prévues auparavant par les RUIIM ont eu sur la concurrence, à une époque où presque toutes les opérations étaient effectuées sur les marchés d'inscription (c'est-à-dire avant 2008). Bien que de nombreux intervenants aient indiqué que la concurrence a exercé une pression à la baisse sur certains frais, la plupart étaient préoccupés par la hausse des coûts généraux occasionnée par le RPO ou l'évolution vers un contexte de multiplicité des marchés.

B. Examen des coûts et des conséquences imprévues du RPO

Comme nous l'avons vu, le RPO prévoit l'exécution prioritaire de tous les ordres affichés dotés d'un meilleur cours, sans égard au marché où ils sont affichés (sous réserve des exceptions susmentionnées). Pour les participants qui choisissent de remplir les obligations prévues par le régime et de contrôler leur flux d'ordres par des ordres à traitement imposé, il en résulte qu'ils doivent se procurer (directement ou non) les données de marché de tous les marchés visibles et un accès à tous ces marchés. Des participants au marché ont affirmé que cette situation les a rendus captifs de certains services des marchés et que cela a des répercussions notables sur les coûts. Ils ont également soutenu que le RPO cause certaines inefficiences sur les marchés ou y contribue, parce que les clients sont captifs ou pour d'autres raisons. Nous examinons chacun de ces points en détail ci-après.

1. Répercussions de la « captivité » des clients sur les coûts

Les participants nous font part depuis quelque temps déjà de leurs préoccupations à l'égard de l'augmentation des coûts et des inefficiences sur les marchés qui sont causées par le problème de la captivité des clients. Cette situation s'est aggravée ces dernières années parce que les marchés existants continuent de développer leurs services et d'introduire des frais pour les services nouveaux ou existants, et que de nouveaux marchés entrent en activité.

Il ressort de nos entrevues et de nos consultations que les coûts directs et indirects les plus

couramment liés au RPO et à la captivité des clients tombent dans les quatre catégories suivantes : les frais des marchés, les coûts et les risques liés aux systèmes, les inefficiences de la négociation et les autres répercussions sur l'exploitation (par exemple, la responsabilité des marchés et le fardeau de la conformité).

i) *Les frais des marchés*

Nos entrevues ont révélé que le problème de la captivité des clients pèse sur un certain nombre de frais pratiqués par les marchés, particulièrement les frais de négociation, les droits relatifs aux données de marché et les frais d'adhésion ou d'abonnement. L'importance de ces frais par rapport à l'impact du coût total varie selon les courtiers interrogés. Certains estiment que les frais de négociation et les droits relatifs aux données sont les plus touchés et qu'il y a peu de choix pour les payer. D'autres jugent que les frais d'adhésion et d'abonnement constituent aussi des coûts significatifs. Nous signalons que certaines préoccupations relatives aux frais des marchés ne résultent pas directement de la mise en œuvre du RPO. Nous en traitons sous d'autres rubriques, ci-après.

En ce qui concerne les frais de négociation, les participants s'inquiètent des répercussions du RPO sur les coûts qu'ils doivent supporter pour exécuter des flux d'ordres négociables, étant donné qu'il les oblige à négocier les ordres au meilleur cours affichés, sans égard aux frais facturés par les marchés qui les affichent.

Les principales préoccupations soulevées au sujet des droits relatifs aux données s'apparentent à celles relevées dans le *Document de consultation 21-401 du personnel des ACVM, Droits relatifs aux données de marché en temps réel*¹⁹ (le **document sur les droits relatifs aux données**) : les droits relatifs aux données sont généralement élevés; le coût des données a globalement augmenté dans des proportions significatives parce que davantage de marchés visibles facturent; les droits relatifs aux données ne sont peut-être pas soumis à une concurrence suffisante pour contrôler les niveaux facturés; et les participants qui doivent remplir les obligations réglementaires (surtout le RPO et les obligations de meilleure exécution) sont captifs des droits relatifs aux données de marché.

Certains courtiers se préoccupent des droits d'adhésion ou d'abonnement à des degrés divers, selon que leur modèle d'entreprise nécessite ou non un accès direct à chaque marché. Dans certaines situations, ils indiquent devoir acquitter des frais mensuels d'adhésion ou d'abonnement représentant plusieurs fois le montant total facturé pour l'exécution d'opérations sur le marché au cours du mois. Cependant, d'autres courtiers ont composé avec ces coûts en privilégiant une solution de rechange ou en concluant des arrangements de *jitney*²⁰.

La dernière catégorie de frais des marchés concerne la connectivité (c'est-à-dire les connexions physiques que les marchés fournissent pour y accéder). Les courtiers qui

¹⁹ Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 8 novembre 2012, Vol. 9 n° 45, p. 276.

²⁰ L'exercice d'un certain choix par les courtiers en matière d'accès à la négociation est aussi évoqué dans les résultats du sondage de l'OCRCVM sur la meilleure exécution publiés récemment. Se reporter à la section 3.1 *Accès aux marchés* de l'Avis 14-0082 de l'OCRCVM, *Résultats du Sondage sur la meilleure exécution*, 28 mars 2014, http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/61ec2e27-7e15-4a42-9adc-5c7895d16c81_fr.pdf.

accèdent aux marchés au moyen de leurs propres connexions et non par l'intermédiaire d'un fournisseur de services s'en préoccupent.

Il nous semble que le problème de la captivité des clients préoccupe principalement les courtiers et les fournisseurs de services, qui sont directement touchés par les frais des marchés. Les investisseurs institutionnels que nous avons rencontrés font état d'un manque général de transparence pour ce qui est de l'impact des frais de négociation et des droits relatifs aux données sur les coûts d'opérations explicites, parce qu'ils paient généralement des commissions forfaitaires. Par conséquent, ils ne sont pas les mieux placés pour commenter les répercussions du RPO sur ces coûts. D'aucuns font toutefois remarquer que certains courtiers ont commencé à facturer directement les droits relatifs aux données, qui étaient auparavant intégrés à leurs commissions.

ii) Les coûts et les risques liés aux systèmes

Les coûts liés aux systèmes font aussi partie, pour nombre de courtiers, des coûts importants entraînés par la captivité des clients. Les principaux coûts signalés se rapportent à l'infrastructure technologique et aux ressources humaines nécessaires à la gestion du volume grandissant de données et de la complexité croissante qui accompagnent l'évolution du contexte de multiplicité des marchés. Les coûts liés aux systèmes découlent non seulement de l'infrastructure interne, mais aussi de l'infrastructure nécessaire pour faciliter la connectivité à un marché, qui se traduit par des coûts de connectivité distincts des frais de connectivité facturés par les marchés. Les intervenants reconnaissent également que nombre de ces coûts liés aux systèmes pourraient persister en l'absence de RPO : ils sont dans bien des cas un sous-produit du fait que de multiples marchés négocient les mêmes titres et de l'apparition de nouvelles méthodes de négociation. Cependant, certains représentants des courtiers et des fournisseurs de services expriment leur frustration de ne pas pouvoir mieux gérer la portée et le calendrier de leurs dépenses en matière de systèmes, compte tenu des répercussions du RPO sur l'attribution de leurs ressources technologiques. Ils nous en ont fait part lors de nos discussions sur l'impact des importants changements de systèmes effectués par les marchés existants, et sur les moyens financiers et les délais nécessaires pour se préparer au lancement de chaque nouveau marché visible. Ces coûts s'appliquent, que le marché ait démontré ou non aux clients qu'ils leur apportent de la valeur. Les intervenants notent que ces coûts comprennent non seulement le développement du matériel et des logiciels ainsi que la maintenance, mais aussi les coûts d'opportunité liés au report ou à l'abandon d'autres projets et améliorations technologiques.

Les risques liés à l'importance, au moment ou à la fréquence des changements dans les systèmes des marchés visibles préoccupent aussi les représentants des courtiers et des fournisseurs de services, qui estiment que ces changements peuvent faire courir des risques à leurs systèmes et qu'il leur faut suffisamment de temps pour effectuer des essais afin de garantir le bon fonctionnement continu des systèmes et des algorithmes. Nos discussions ne nous ont pas permis d'établir clairement si cette préoccupation est liée au délai de mise en œuvre actuellement accordé par les marchés ou à la nécessité de se plier au calendrier des changements des marchés, sans égard à quelque exigence ou pression interne que ce soit en matière de ressources technologiques.

Comme nous l'avons vu dans le cas des droits des marchés, ces questions de coûts liés au RPO n'ont été soulevées que par les représentants des courtiers et des fournisseurs de services. Les investisseurs institutionnels interrogés s'en remettent généralement à l'infrastructure des courtiers ou des fournisseurs de services.

iii) Les inefficiences de la négociation

On nous a également fait valoir qu'en matière de négociation, le RPO cause ou aggrave certaines inefficiences qui pourraient avoir diverses répercussions sur les courtiers et leurs clients. Il a notamment un impact sur la qualité de l'exécution, les coûts implicites et explicites des opérations et les coûts administratifs du traitement post-marché. Ces inefficiences surviennent parce que la conformité au RPO nécessite de négocier les ordres au meilleur cours affichés sur l'ensemble des marchés, ce qui peut nuire à la qualité de l'exécution, surtout lorsque la taille de l'ordre exige de négocier des ordres affichés à plusieurs cours²¹. Selon les intervenants, cette situation peut avoir pour effet d'alerter le marché, de créer une latence qui profite aux autres participants et d'entraîner des exécutions à un cours inférieur ou des ordres non exécutés pour les clients. On a également affirmé que, souvent, les coûts liés à cette forme d'acheminement ne sont pas suffisamment compensés par les avantages de viser les ordres de faible volume (par exemple, 100 actions) qui sont affichés sur chaque marché à un meilleur, voire au meilleur cours. Comme nous l'avons vu, d'autres participants ont soulevé la question de savoir si, dans ces circonstances, les ordres passifs bénéficiant du RPO émanent des contreparties qui ont le plus besoin de la protection offerte par le régime.

De nombreux courtiers ont également signalé les « coûts des billets » qui sont souvent facturés par leurs fournisseurs de services post-marché pour chaque opération présentée par chaque marché pour compensation. Compte tenu de l'effet que le RPO peut avoir sur l'acheminement d'un ordre à plusieurs marchés, les participants indiquent que ces coûts ont grimpé substantiellement parce que les ordres qui auraient pu, auparavant, être remplis immédiatement sur un seul marché sont désormais divisés en plusieurs ordres (et nécessitent plusieurs billets, avec les coûts afférents). Il apparaît que certains courtiers ont mis en œuvre des mécanismes de « compression des opérations » pour réduire ces coûts ou ont entrepris de le faire²².

iv) Les autres répercussions sur l'exploitation

Les courtiers se préoccupent du manque de pouvoir de négociation avec les marchés dont ils se sentent captifs en raison du RPO. Leur principale préoccupation a trait aux clauses de responsabilité des conventions d'adhésion ou d'abonnement des marchés que nombre d'entre eux, en raison du RPO, se sentent obligés de signer pour avoir accès en tant que membres ou abonnés. Selon eux, cela se traduit par un transfert de risque déraisonnable

²¹ Même en l'absence de RPO, on nous a indiqué que ces coûts persisteront si le courtier juge nécessaire de négocier les ordres de ses clients de la même manière pour obtenir la meilleure exécution.

²² On a décrit la compression des opérations comme un processus de réduction des coûts qui permet de regrouper plusieurs opérations sur un même titre avant de les présenter pour compensation, ce qui diminue la délivrance de billets par les fournisseurs de services post-marché et les coûts afférents.

des marchés aux courtiers parce que les marchés limitent strictement leur responsabilité ou la déclinent entièrement pour les pertes causées aux membres ou aux abonnés.

Les courtiers font également état de problèmes causés par la hausse des coûts de la conformité, puisqu'il leur faut accéder à chaque nouveau marché visible affichant des ordres pour respecter le RPO.

2. Impact potentiel sur l'efficience du marché

Outre l'alourdissement des coûts, certains estiment que le RPO entraîne des inefficiences sur le marché en général ou y contribue. On peut dire qu'il avantage les marchés parce qu'il permet aux marchés visibles de facturer des droits à des clients qui ne voudraient autrement utiliser leurs services.

Si le RPO aide les marchés, il peut aussi favoriser le lancement ou l'exploitation de marchés visibles qui ne pourraient autrement assurer la continuité de l'exploitation. Cette situation peut accroître la fragmentation, nuire à la qualité du marché, augmenter la complexité et faire grimper les coûts des participants.

Les inefficiences du marché peuvent aussi découler du fait que le RPO et les avantages que les marchés en tirent ont le potentiel de limiter la concurrence et l'innovation, ce qu'ont noté les intervenants qui ont commenté les projets de régime. On a constaté au cours des dernières années que l'innovation et la concurrence entre les marchés se produisent principalement sur le terrain des frais, des systèmes et de la vitesse, et se traduisent par le lancement de mécanismes de négociation secondaires par les marchés existants qui se différencient principalement par les frais de négociation.

C. Autres problèmes contributifs

Nous observons que nombre de problèmes liés aux coûts et aux inefficiences du marché mentionnés ci-dessus sont également liés à des facteurs et à des problèmes relatifs à l'évolution de la structure du marché. Il est par conséquent difficile de distinguer l'effet du RPO de celui de ces autres facteurs ou problèmes. Il faut à tout le moins étudier leur lien avec les coûts et les inefficiences du marché pour établir les mesures les mieux à même de répondre aux préoccupations exprimées.

1. Émergence du contexte de multiplicité des marchés

Comme nous l'avons vu, l'environnement concurrentiel des marchés des titres de capitaux propres a évolué et comporte maintenant plusieurs marchés sur lesquels se négocient les titres cotés sur la TSX, la Bourse de croissance TSX ou la CSE. Même en l'absence du RPO, l'existence de plusieurs marchés peut présenter beaucoup de complexités, coûts et inefficiences analogues à ceux mentionnés ci-dessus, car le flux d'ordres est de plus en plus fragmenté entre les marchés. Le RPO et, dans une moindre mesure, les obligations de meilleure exécution peuvent influencer sur l'étendue de

l'accès à chaque marché et les moyens d'accès, ce qui peut ajouter des coûts et des inefficiences dans un contexte de multiplicité des marchés.

2. Paiement de rabais accordés en vertu des barèmes de frais « teneur-preneur » et « teneur preneur inversé »

En 2005, la TSX a introduit un barème de frais « teneur-preneur » en fonction du volume pour favoriser l'affichage d'ordres et ainsi faire concurrence aux marchés américains négociant des titres intercotés. En vertu de ce barème, la partie à l'opération apportant la liquidité (le teneur) reçoit un rabais, tandis que la partie qui prend la liquidité (le preneur) paie des droits. À l'origine applicable aux titres intercotés sur le NASDAQ et AMEX, ce barème a été étendu en 2006 à tous les titres de capitaux propres cotés sur la TSX et la Bourse croissance TSX. Depuis lors, il forme la base des barèmes de frais appliqués aux séances de négociation continue des marchés visibles de titres de capitaux propres en concurrence au Canada.

Les paiements de rabais selon un barème de frais « teneur-preneur » peuvent être considérés comme des incitatifs pour attirer le flux d'ordres passifs vers un marché donné et aussi comme des moyens de récompenser ou de rémunérer les fournisseurs de liquidité qui prennent le risque de passer des ordres et de contribuer à la formation des cours. Compte tenu de l'incitation supplémentaire à passer des ordres passifs, d'aucuns attribuent au barème teneur-preneur la réduction des écarts et l'amélioration des cours d'exécution des ordres négociables. Toutefois, la concurrence entre certains participants pour obtenir des rabais sur les ordres passifs peut avoir restreint la capacité d'autres participants au marché de combler ces ordres. En conséquence, certains « traversent l'écart » plus souvent, ce qui se traduit par des coûts d'exécution plus élevés (l'écart payé)²³ ainsi que par une augmentation des frais de négociation.

Ces derniers temps, au Canada et aux États-Unis, l'évolution des marchés a élargi le concept de paiement du preneur de liquidité au fournisseur de liquidité. On en trouve un exemple dans l'utilisation accrue du barème teneur-preneur « inversé », dans lequel le preneur de liquidité reçoit un rabais et le fournisseur de liquidité paie des frais. Dans ce cas, les rabais ne sont plus versés pour récompenser la prise de risque ou la contribution à la formation des cours.

Le personnel estime que les paiements de rabais selon le barème teneur-preneur traditionnel ou inversé influent sur le comportement de diverses catégories de participants au marché, que ce soit en matière de négociation ou de stratégies d'acheminement des ordres. Nous craignons qu'ils ne récompensent des comportements nuisibles à nos marchés. Des intervenants nous ont fait part de ces préoccupations au sujet du barème teneur-preneur dans le cadre de l'examen du RPO, dans les commentaires sur le dépôt préalable d'Aequitas et tout au long de notre surveillance continue des marchés et de la structure du marché. De plus, certains

²³ Les avantages peuvent aussi être la réduction des écarts et l'augmentation de la liquidité (par exemple, l'augmentation de l'immédiateté), ce qui peut avoir pour effet de compenser ces coûts dans une certaine mesure. Par exemple, si les ordres des investisseurs individuels tendent généralement à être actifs (et traversent donc l'écart), ils le demeurent, mais comme l'écart est moins grand, les investisseurs sont en mesure de les faire exécuter à un meilleur cours.

problèmes ont été signalés dans plusieurs mémoires de recherche et publications sur la structure du marché.

i) La fragmentation et la segmentation du flux d'ordres

Les intervenants nous ont indiqué que la variation des frais de négociation et des barèmes contribue davantage à accroître la fragmentation du flux d'ordres que la multiplicité des marchés ne devrait normalement le faire. Comme nous l'avons vu, les marchés canadiens se livrent de plus en plus concurrence sur le terrain des frais. C'est ce qui transparait des modifications apportées aux barèmes par les diverses places et les modifications apportées en réaction par leurs concurrents. C'est aussi ce que révèle le lancement de seconds marchés qui se distinguent principalement par leurs frais.

Dans le cadre de nos entrevues et de notre surveillance continue, les intervenants nous ont également indiqué que les marchés exploitent plusieurs mécanismes de négociation offrant des frais ou des barèmes différents principalement pour segmenter le flux d'ordres et attirer certains participants ou certaines catégories de flux. L'utilisation du barème teneur-preneur inversé en offre un exemple : un fournisseur de liquidité doit avoir de sérieuses raisons de payer pour afficher un ordre sur un marché, puisqu'il se prive dès lors du rabais payé par d'autres marchés pour les ordres passifs en vertu du barème teneur-preneur traditionnel. Il apparaît que les deux principaux motifs sont les suivants :

- déplacer l'ordre passif vers la tête du registre consolidé en partant de l'hypothèse qu'étant donné la multiplicité des marchés affichant des ordres au meilleur cours, un courtier soucieux des coûts pourrait choisir d'acheminer un ordre négociable en premier à la place qui paie un rabais;
- augmenter les chances de négocier contre le flux d'ordre le plus probablement sensible aux frais de négociation active, particulièrement celui du courtier d'investisseurs individuels.

Pour atténuer l'augmentation concomitante des coûts d'opérations, les participants peuvent employer des moyens moins onéreux d'exécution des flux traditionnellement actifs, comme dans le cas des ordres d'investisseurs individuels. Le recours aux marchés opaques est une façon de réduire les coûts d'acheminement des ordres actifs²⁴, étant donné qu'ils facturent généralement des droits moins élevés. Depuis peu, des barèmes teneur-preneur inversés sont également utilisés à ces fins.

ii) Les conflits d'intérêts

Comme nous l'avons vu, les paiements de rabais sont utilisés pour encourager certains comportements en matière d'acheminement avec les barèmes teneur-preneur inversés et traditionnels. Ils ne sont donc pas sans présenter des risques de conflits d'intérêts dans les décisions d'acheminement des courtiers qui gèrent les ordres des clients.

²⁴ À titre d'exemple, Alpha IntraSpread n'est offert que pour les flux d'ordres d'investisseurs individuels en raison de sa restriction sur l'utilisation du type d'ordre SDL (« seek dark liquidity », c'est-à-dire « recherche de liquidité invisible »).

Angel, Harris et Spatt en traitent dans un mémoire de 2010 mis à jour en 2013²⁵. Ils font remarquer que les courtiers peuvent avoir intérêt à acheminer les ordres à cours limité de leurs clients vers les marchés qui paient les rabais les plus substantiels et leurs ordres négociables (sous réserve des obligations d'exécution au meilleur cours en vertu du RPO) vers les places qui facturent les frais les plus bas pour les ordres actifs (ou celles dont le barème teneur-preneur inversé leur offre un rabais). Généralement, ces rabais ne sont pas transférés au client final²⁶. Dans un mémoire de recherche publié en juillet 2013, Pragma Securities indique [traduction] « [qu']une stratégie d'exécution d'opérations optimale pour le courtier peut ne pas l'être pour le client²⁷ ». Un rapport publié en décembre 2013 par l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs mobilières (OICV) et intitulé *Trading Fee Models and their Impact on Trading Behaviour*²⁸ soulève des questions analogues : certaines autorités de réglementation expriment la crainte que la meilleure exécution des ordres des clients ne souffre des décisions d'acheminement que les courtiers prennent en fonction des rabais dont ils peuvent bénéficier (notamment sous forme de frais réduits).

iii) La transparence

Autre préoccupation exprimée au sujet du barème teneur-preneur : les généreux rabais peuvent nuire à la transparence des cours. Qui plus est, nombre d'intervenants estiment que le paiement de rabais aux fournisseurs de liquidités peut avoir réduit les écarts sous l'effet de la concurrence pour les obtenir, mais que cette réduction est financée par les participants au marché qui paient les frais d'opération.

Lorsque les rabais et les frais ne sont pas transférés au client final dans tous les cas et que seuls certains participants au marché obtiennent un avantage financier en profitant des rabais, les règles du jeu ne sont pas les mêmes pour tous. Certains estiment qu'une solution pourrait être d'exiger que tous les frais et rabais soient transférés au client final : non seulement elle rendrait les résultats financiers des opérations équitables pour tous les participants, mais elle éliminerait les conflits d'intérêts des courtiers en matière d'acheminement. Néanmoins, des intervenants représentant diverses branches du secteur nous ont indiqué que cette solution pourrait être très difficile et coûteuse à mettre en œuvre en ce qui a trait aux systèmes.

Par ailleurs, Angel, Harris et Spatt indiquent que le barème teneur-preneur inversé a essentiellement pour effet de permettre au fournisseur de liquidités de proposer avant tout autre participant un cours qui s'établit, dans les faits, à un échelon de cotation inférieur à un cent²⁹, ce qui est interdit en vertu des règles actuelles.

²⁵ *Equity Trading in the 21st Century*, Angel, Harris and Spatt, mai 2010 et juin 2013.

²⁶ Nous savons que c'est le cas des participants aux marchés canadiens. Se reporter à la section 3.4 de l'Avis 14-0082 de l'OCRCVM, *Résultats du Sondage sur la meilleure exécution*, 28 mars 2014, http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/61ec2e27-7e15-4a42-9adc-5c7895d16c81_fr.pdf.

²⁷ *A Conflict Inherent in the Maker-Taker Model: Equities vs. Futures*, Pragma Securities, juillet 2013, p. 1.

²⁸ Rapport accessible au www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD430.pdf.

²⁹ *Equity Trading in the 21st Century*, juin 2013, p. 28.

iv) L'augmentation de l'intermédiation sur les titres très liquides

On peut penser qu'il est avantageux pour le marché d'encourager la fourniture de liquidité, mais la réalisation de cet objectif ne devrait pas faire peser des coûts déraisonnables sur les autres participants au marché. Lorsque le nombre de marchés a augmenté et que le barème teneur-preneur est devenu le principal barème utilisé pour attirer les flux d'ordres passifs, davantage de fournisseurs de liquidité à court terme ont fait leur entrée sur le marché. La fourniture de liquidité s'est accrue en conséquence, mais surtout pour des titres les plus liquides. C'est ce qui ressort des résultats des phases I et II de l'étude de la négociation à haute vitesse effectuée par l'OCRCVM³⁰ : 77 % du volume, 88 % de la valeur et 84 % du nombre des opérations attribuables aux identifiants d'utilisateurs compris dans l'échantillon visaient les titres les plus liquides cotés sur la TSX.

Nous craignons que les paiements de rabais, bien qu'ils aient permis principalement d'augmenter le niveau de liquidité des titres les plus liquides, se traduisent par une intermédiation inutile de la part des fournisseurs de liquidité à court terme sur les titres qui en ont le moins besoin, ce qui nous fait douter de la pertinence d'un barème de frais qui nécessite des paiements des preneurs de liquidité aux fournisseurs de liquidité alors que la liquidité disponible est suffisante.

v) La concurrence entre les marchés

Nous notons que la concurrence pour obtenir du volume en échange de rabais peut dissuader les marchés de modifier leurs barèmes de frais pour régler les problèmes signalés (si leurs concurrents ne sont pas tenus d'en faire autant). À titre d'exemple, un marché pourrait ne pas être en mesure de réduire en dessous d'un certain plancher les rabais qu'il paie en vertu d'un barème teneur-preneur, parce que cela pourrait réduire considérablement le flux d'ordres passifs qui lui est acheminé et lui faire perdre du volume d'opérations, des parts de marché et des revenus³¹. Lorsque les pressions concurrentielles sont fortes (par exemple, pour les titres intercotés et les titres liquides non intercotés valant plus de 1 \$), les marchés n'ont pas nécessairement intérêt à renoncer à un barème de frais qui comporte le paiement de rabais en échange de liquidité.

3. La négociation à haute vitesse

Le marché canadien des titres de capitaux propres connaît une croissance soutenue de la négociation à haute vitesse, à basse latence et facilité par la technologie, ce qui transforme la dynamique de l'ensemble du secteur. Le rapport de l'OCRCVM sur les phases I et II de son étude des activités de négociation à haute vitesse (NHV) fait ressortir plusieurs facteurs qui ont contribué à jeter les bases de la NHV, dont l'avènement de la décimalisation, les multiples marchés, la concurrence accrue entre

³⁰ Publiée au http://www.ocrcvm.ca/Documents/2012/c03dbb44-9032-4c6b-946e-6f2bd6cf4e23_fr.pdf.

³¹ Nous reconnaissons qu'à compter du 1^{er} novembre 2013, la TSX et la Bourse de croissance TSX ont révisé leur barème de frais pour les titres dont le cours est inférieur à 1 \$ en introduisant des droits symétriques (le côté actif et le côté passif payent les mêmes droits par action négociée).

les marchés, la mondialisation de la négociation ainsi que les progrès des technologies de négociation³². Faisant le point dans le cadre de la conférence conjointe CVMO/OCRCVM sur la structure du marché tenue en novembre 2013, l'OCRCVM a indiqué que la NHV représentait 15 % du volume, 24 % de la valeur et 35 % du nombre des opérations exécutées entre janvier 2012 et juin 2013³³. On trouvera davantage de renseignements sur les caractéristiques, les stratégies et les risques de la NHV dans le rapport de consultation publié en juillet 2011 par l'OICV, *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*³⁴, et dans un rapport publié en mars 2014 par le personnel de la Division of Trading and Markets de la Securities and Exchange Commission des États-Unis³⁵.

Si les tenants de la NHV font valoir l'accroissement de la liquidité et la réduction des écarts comme points positifs, d'autres se questionnent sur l'accessibilité de la liquidité fournie et sur la réduction réelle des écarts³⁶. D'autres expriment également des préoccupations sur la façon dont les avantages potentiels que les sociétés de NHV tirent de la technologie et de la vitesse et la concurrence qu'elles se livrent sur les rabais pour les ordres passifs ont pu contribuer à l'accroissement de l'intermédiation et à l'exclusion d'autres participants à l'étape de la fixation des cours. Les intervenants estiment qu'elle contribue à la hausse des coûts supportés par les courtiers, notamment ceux des investisseurs individuels, parce qu'ils sont plus souvent preneurs de liquidité et payent donc plus fréquemment des frais de négociation active.

L'OCRCVM en est à la phase III de son étude de la NHV, qui pourrait permettre de savoir si la NHV pose réellement des problèmes de qualité ou d'intégrité du marché qu'il faut régler en instaurant une nouvelle réglementation ou en modifiant celle en vigueur.

Dans l'intervalle, l'OCRCVM et nous nous sommes attachés à introduire et à modifier les obligations applicables à l'« infrastructure de négociation ». En particulier, l'introduction du *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* et les projets de modifications des règlements sur les marchés ainsi que d'autres dispositions des RUIIM imposent aux courtiers et aux marchés l'obligation de gérer les risques associés à tout accès électronique aux marchés, y compris la NHV. Ces obligations comprennent les contrôles avant les opérations, des seuils de volume et de cours coordonnés, des seuils de déclenchement pour un titre unique et à l'échelle du marché ainsi qu'une série d'obligations opérationnelles, notamment des obligations d'assurance de la qualité, applicables aux marchés qui introduisent et lancent des systèmes. Un rapport publié par la CVMO fait état des travaux du consultant engagé pour examiner le régime et conclut à l'absence de lacunes dans la réglementation actuelle³⁷.

³² Publiée au http://www.ocrcvm.ca/Documents/2012/c03dbb44-9032-4c6b-946e-6f2bd6cf4e23_fr.pdf.

³³ Publié au http://www.iifoc.ca/Documents/2013/03603d99-c3ef-4fb6-8b94-a6b6aa857cf3_en.pdf.

³⁴ Publié au <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf>.

³⁵ Publié au http://www.sec.gov/marketstructure/research/hft_lit_review_march_2014.pdf.

³⁶ Voir par exemple *Evolution of Canadian Equity Markets*, RBC Marchés des Capitaux, février 2013.

³⁷ Avis 23-702 du personnel de la CVMO *Electronic Trading Risk Analysis Update*, publié au http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Catqory2/sn_20131212_23-702_electronic-trading-update.pdf.

4. Mise en œuvre du cadre réglementaire pour la liquidité invisible

À compter d'octobre 2009, les ACVM et l'OCRCVM ont publié une série de documents conjoints qui ont mené à la mise en œuvre de règles relatives à la liquidité invisible³⁸. Ces règles prévoient que les ordres invisibles en attente doivent fournir une amélioration significative du cours d'un autre ordre de petite taille, définissent l'« amélioration minimum du cours » qui est nécessaire pour être significative et établissent la priorité des ordres visibles sur les ordres invisibles au même cours sur le même marché.

Depuis la mise en œuvre des règles relatives à la liquidité invisible, nous avons observé une baisse marquée de l'activité de négociation chez certains mécanismes de négociation d'ordres invisibles³⁹. D'aucuns estiment que la principale raison en est que les obligations d'amélioration du cours ont supprimé l'intérêt financier des fournisseurs de liquidités à fournir de la liquidité passive à ces mécanismes. En conséquence, les courtiers qui utilisaient ces mécanismes pour gérer leurs coûts de négociation active (tout en offrant à leurs clients des occasions d'amélioration du cours) négocient une plus grande partie de leur flux actif sur des marchés visibles facturant des frais plus élevés de négociation active, ce qui accroît leurs coûts totaux et les pousse à trouver des solutions de rechange pour les réduire.

Nous faisons remarquer que la mise en œuvre des règles relatives à la liquidité invisible n'est pas à l'origine des problèmes qui contribuent aux ratios actif-passif élevés des courtiers et aux coûts élevés de négociation active. Cependant, leur introduction a modifié les facteurs économiques de la négociation d'ordres invisibles et l'environnement dans lequel les courtiers pouvaient abaisser leurs coûts. Ceci dit, nous soulignons que l'introduction des règles relatives à la liquidité invisible visait à réaffirmer la priorité du marché visible et l'importance de la formation des cours au moyen des ordres visibles.

5. Problèmes potentiels des droits relatifs aux données de marché

Le montant des droits relatifs aux données de marché payés par un courtier dépend directement de son modèle d'entreprise et des services qu'il a choisi d'offrir à ses clients. Ces constatations ressortent clairement des travaux que nous menons sur ces droits depuis la publication du document sur les droits relatifs aux données et des discussions que nous maintenons avec les participants au marché. Par exemple, certains courtiers (généralement ceux qui ont une clientèle particulière à laquelle les données ne sont pas fournies) n'ont pas indiqué que les droits relatifs aux données de

³⁸ Il s'agit des trois documents suivants : 1) le *Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM, Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada*, publié en octobre 2009 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6 n° 39, p. 212; 2) l'*Énoncé de position conjoint 23-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, La liquidité invisible sur le marché canadien*, publié en novembre 2010 dans le Bulletin, Vol. 7 n° 46, p. 310; et 3) l'*Avis conjoint 23-311 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, Démarche réglementaire concernant la liquidité invisible sur le marché canadien*, publié en juillet 2011 dans le Bulletin, Vol. 8 n° 30, p. 1096.

³⁹ Le cas le plus notable est celui d'Alpha IntraSpread, qui a vu sa part de marché chuter de 3,6 % du volume au cours du mois précédant la mise en œuvre des règles relatives à la liquidité invisible (septembre 2012) à 0,3 % le mois suivant (novembre 2012).

marché étaient une grande préoccupation pour eux. Pour ces sociétés, toutefois, les principaux problèmes liés à ces droits avaient à voir avec le potentiel du RPO de soutenir les marchés en rendant les clients captifs et le possible écart entre la valeur et le coût des données de certains petits marchés. En outre, les intervenants nous ont fait part de leur frustration à l'égard des grands marchés, qui ont peut-être connu une baisse continue de leur part de marché, mais n'ont pas ajusté leurs frais en conséquence.

Pour d'autres courtiers, surtout ceux qui fournissent des données aux clients (institutionnels ou individuels) et ceux qui ont un grand réseau de conseillers en placement, les droits relatifs aux données de marché sont une importante source de préoccupations. Hormis la relation entre ces droits et le RPO (et dans un moindre mesure les obligations de meilleure exécution), les préoccupations exprimées semblent se rapporter essentiellement à ce qui suit :

- l'augmentation du coût d'acquisition des données de tous les marchés du fait que davantage de marchés visibles facturent les données;
- le fait que les droits relatifs aux données ne sont peut-être pas suffisamment soumis à la concurrence parce que les marchés contrôlent la production et le prix de leurs données et parce qu'il est impossible de remplacer les données d'un marché par celles d'un autre.

Ces questions ont été étudiées dans le document sur les droits relatifs aux données, mais seulement pour ce qui est des droits demandés aux abonnés professionnels. À la suite de nos discussions avec les participants et après nous être penchés sur ces droits de manière plus générale, nous nous sommes intéressés davantage au niveau des droits facturés aux utilisateurs non professionnels.

Bien que les abonnés non professionnels ne soient pas concernés par le problème de la captivité des clients associé au RPO, ils peuvent subir un effet similaire en raison de la seconde des deux préoccupations susmentionnées. Ils peuvent utiliser les données principalement pour obtenir de l'information sur l'établissement des cours, de sorte qu'ils n'ont pas besoin d'acquérir des données de tous les marchés. Bien que, dans cette situation, la concurrence par les prix puisse permettre de gérer les droits facturés à ces abonnés, il semble que le secteur continue de s'en remettre principalement (et bien souvent uniquement) aux bourses d'inscription comme source de données de marché pour obtenir des indications sur les cours⁴⁰. Cette observation ressort de nos entrevues des participants ainsi que de notre analyse des efforts accomplis par d'autres marchés ces dernières années pour présenter leurs données aux courtiers comme une solution de rechange économique mais efficace pour obtenir des indications sur les cours. En ce qui concerne les utilisateurs non professionnels, une étude comparative des droits facturés par les bourses d'inscription canadiennes et des droits analogues aux États-Unis et dans le reste du monde indique qu'ils obtiennent, au Canada, des rabais beaucoup moins intéressants, en pourcentage des droits facturés aux

⁴⁰ Cela est peut-être aussi dû au fait que les clients non professionnels ne connaissent pas d'autres marchés que les bourses d'inscription et qu'ils souhaitent voir leurs ordres à cours limité non négociables affichés sur celles-ci.

professionnels, que leurs homologues américains et internationaux. Nous reviendrons en détail sur cette analyse sous une autre rubrique du présent avis.

6. La meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés

Les obligations de meilleure exécution prévues par la partie 4 du Règlement 23-101 et la Règle 5.1 des RUIIM sont d'application plus complexe dans un contexte de multiplicité des marchés. Bien que la meilleure exécution soit actuellement assujettie aux obligations prévues par le RPO, elle demeure un principe fondamental. Nonobstant le fait que la conformité au RPO nécessite un accès direct ou indirect aux marchés et aux données de marché, la meilleure exécution peut soulever des problèmes analogues de captivité des clients. Toutefois, dans le contexte de la meilleure exécution, ces problèmes sont peut-être davantage le fruit des décisions d'affaires que les courtiers prennent lorsqu'ils déterminent si l'exécution des opérations sur certains marchés leur permettrait de réaliser la meilleure exécution pour leurs clients.

Dans un contexte de multiplicité des marchés, la meilleure exécution peut aussi souffrir des conflits d'intérêts qui influent sur le traitement et l'acheminement des ordres des clients. Ils peuvent se produire en raison de la propriété des marchés, notamment des programmes d'encouragement à la propriété, ou des incitatifs créés par les frais et les barèmes, comme ceux qui sont évoqués ci-dessus, sous la rubrique concernant les barèmes teneur-preneur et teneur-preneur inversé.

D. Résumé de l'examen

Au terme de notre examen du RPO, nous sommes d'avis que ses objectifs (la protection des ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur plusieurs marchés pour renforcer la confiance et faciliter la fourniture de liquidité ainsi qu'une formation des cours efficiente) n'ont rien perdu de leur importance. Nous demeurons donc convaincus que la protection des ordres doit rester un élément fondamental du marché canadien. Cependant, notre examen des coûts et des avantages de ce régime ainsi que les observations que nous avons effectuées pendant les années qui ont façonné l'environnement concurrentiel actuel (depuis l'ancien régime du meilleur cours jusqu'au RPO actuel) indiquent que sa mise en œuvre a contribué à la hausse des coûts et à des inefficiences auxquelles il y a lieu de remédier.

En particulier, nous estimons qu'en raison de ses coûts et inefficiences, la protection de 100 % des ordres affichés contre les transactions hors cours⁴¹ n'est pas pleinement justifiée par les avantages qu'elle apporte. De plus, nous craignons que le RPO n'avantage les marchés parce que les participants au marché sont des clients captifs de certains de leurs services. S'il semble que certains courtiers aient des choix pour gérer l'accès aux marchés visibles et les coûts afférents (par exemple, les coûts d'adhésion et de connexion), force est de constater que la conformité au RPO nécessite que tous les participants au marché accèdent à la négociation sur chaque marché visible directement ou indirectement. Autrement dit, il faut que certains participants soient

⁴¹ Sauf les transactions hors cours pour lesquelles le RPO prévoit des exceptions.

membres d'un marché pour faciliter la connexion pour eux-mêmes et d'autres. Par conséquent, nous estimons que le régime avantage tous les marchés visibles, car les courtiers et les fournisseurs de services paient pour accéder à la négociation. Cette situation entraîne des coûts pour les participants au marché (directement ou indirectement sous forme de frais facturés par les courtiers exécutants ou les fournisseurs de services pour faciliter l'accès) qui ne sont peut-être pas raisonnables. Le RPO est d'autant plus à l'avantage des marchés et a une incidence d'autant plus déterminante sur les coûts des courtiers et des fournisseurs de services que les courtiers qui contrôlent leur propre flux d'ordres doivent obtenir des données pour faire des choix en matière d'acheminement. Nous croyons cependant que le débat sur l'ampleur des données ou le nombre de listes de données nécessaires se poursuivra probablement.

Outre qu'il avantage les marchés, les incite à lancer de nouvelles places de négociation ou garantit leur viabilité même lorsqu'elle est menacée, nous estimons que le régime encourage les inefficiences de la négociation et les inefficiences du marché dont nous traitons ici.

C'est dans ce contexte qu'il faut déterminer s'il est nécessaire d'appliquer le RPO à tous les ordres pour obtenir les résultats escomptés, soit la confiance dans l'équité et l'intégrité du marché et l'efficacité du processus de formation des cours et du marché en général. C'est notamment vrai lorsqu'on considère que de nombreux ordres passifs affichés qui bénéficient du régime sont probablement saisis par des participants dont la confiance dans l'équité et l'efficacité des marchés et la volonté de participer et de contribuer à la formation des cours ne souffriraient pas d'une variation du niveau de protection offert. Comme nous l'avons vu, il y a également lieu de tenir compte de l'avantage que le RPO offre aux clients qui souhaitent avant tout obtenir le meilleur cours pour leurs ordres, car il garantit la concordance des intérêts des clients et des courtiers dans ces circonstances.

En conséquence, à l'issue de notre examen du RPO, nous jugeons nécessaire de prendre des mesures afin de faire en sorte qu'il avantage moins les marchés et d'atténuer les problèmes de coûts connexes. Ce faisant, il faut toutefois prendre en considération des objectifs initiaux du régime et de son effet sur la concurrence et l'innovation. Par ailleurs, notre évaluation des questions concernant la négociation et les droits relatifs aux données ainsi que nos travaux sur le document sur les droits relatifs aux données nous amènent à penser que d'autres questions en suspens dans ces domaines méritent notre attention.

Il importe enfin, avant de proposer des solutions à ces problèmes, de reconnaître que des obligations de meilleure exécution pourraient aussi entraîner des problèmes de captivité des clients et d'avantage réglementaire dans un contexte de multiplicité des marchés si les courtiers jugeaient essentiel d'accéder à certaines places pour se conformer aux règlements. Nous sommes d'avis qu'il faudrait examiner les indications fournies sur la meilleure exécution et les obligations de déclaration des courtiers pour clarifier les attentes des autorités de réglementation et des clients.

III. DÉMARCHE EN VUE D'UN RÈGLEMENT DES PROBLÈMES LIÉS AU RPO

Nous proposons une démarche qui ajuste l'application du RPO principalement en limitant la protection des ordres aux marchés qui atteignent un certain seuil et en réglementant plus directement la négociation et les droits relatifs aux données (la **démarche proposée**). Nous conservons le RPO comme élément fondamental de notre régime réglementaire, tout en prenant acte de certaines des inefficiences et de certains des coûts qui résultent de son application à l'ensemble des ordres et en réglant les problèmes de captivité des clients et d'avantage réglementaire. La démarche proposée a également pour objectif d'offrir aux courtiers la souplesse nécessaire pour déterminer si et quand ils doivent accéder à la négociation sur certains marchés afin de réaliser la meilleure exécution pour leurs clients. Nous proposons également de plafonner à court terme les frais de négociation active pour certains titres et annonçons notre intention d'étudier l'application de restrictions au barème de frais teneur-preneur. Enfin, s'agissant des droits relatifs aux données, nous proposons une réponse aux principales préoccupations exprimées par les intervenants pendant la consultation sur le document sur les droits relatifs aux données et lors des entrevues effectuées pendant l'examen du RPO. On trouvera davantage de renseignements sur la démarche proposée ci-après.

Les modifications proposées au Règlement 23-101 sont nécessaires pour mettre en œuvre la démarche proposée. Ils sont décrits ci-après et publiés avec le présent avis.

A. Modifications du RPO

Nous proposons que le champ d'application du RPO soit réduit, de sorte qu'il ne s'appliquerait pas aux ordres affichés sur tous les marchés visibles. Cette démarche n'est pas incompatible avec les objectifs que nous nous sommes fixés pour le RPO, à savoir principalement le renforcement de la confiance et la facilitation de la formation des cours, et elle nous permet de prendre acte du fait que l'application du régime à tous les ordres affichés sur tous les marchés n'est peut-être pas si efficace ni nécessaire que cela pour les atteindre.

La mise en œuvre d'une démarche réduisant le champ d'application du régime vise à offrir davantage de souplesse aux courtiers. Comme le régime ne s'appliquera pas aux ordres affichés sur tous les marchés, ils devraient être en mesure de mieux gérer certains coûts implicites et explicites liés à l'accès à la négociation sur tous les marchés visibles. Cela devrait aussi rendre le régime moins à l'avantage de marchés.

1. Description du projet de RPO

- Les ordres visibles saisis sur un marché qui atteint ou dépasse un seuil de part de marché fixé par les ACVM seront protégés.
- Les ordres visibles saisis sur des bourses qui n'atteignent pas le seuil seront protégés pour les titres qui y sont inscrits à la cote.
- Le seuil initial de part de marché sera fixé à 5 % de la part de marché du volume ajusté d'actions et de la valeur ajustée des opérations.
- Le seuil de part de marché sera calculé en fonction des opérations effectuées dans le cadre des enchères en continu qui portent sur les ordres passifs affichés bénéficiant de la protection du RPO, à l'exclusion des opérations comme les applications ou les opérations sur ordres invisibles, ordres passés lors des séances d'ouverture ou de clôture de marchés au fixage, ordres assortis de conditions particulières, etc.

Nous proposons d'introduire un seuil de part de marché auquel ou au-dessus duquel les ordres affichés sur un marché seront protégés. En d'autres termes, les marchés et les courtiers qui choisissent de se soumettre au RPO devront se doter de politiques et de procédures raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours sur les ordres affichés sur un marché, ou sur l'un de ses marchés ou mécanismes⁴², qui a une part de marché atteignant ou dépassant le seuil. Cette mesure nécessitera de modifier les définitions du Règlement 23-101. Nous proposons d'apporter les modifications suivantes :

- nous proposons de modifier les définitions des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée » pour préciser que l'ordre doit être saisi sur un marché qui atteint le seuil de part de marché ou sur une bourse d'inscription (désignés comme des « marchés protégés » aux fins du présent avis, les marchés qui n'atteignent pas le seuil étant désignés comme des « marchés non protégés »), sous réserve de certaines limites indiquées ci-dessous pour les ordres saisis sur des bourses d'inscription;
- nous confirmerons à l'article 1.1.7 de l'Instruction générale 23-101 que la définition de « transaction hors cours » s'applique aux opérations exécutées sur un marché protégé ou non à un cours inférieur à l'ordre protégé au meilleur cours; elle ne s'applique pas à une opération à un cours inférieur à celui d'un ordre affiché sur un marché non protégé.

i) Calcul du seuil de part de marché

Nous proposons un seuil de part de marché ajustée⁴³ de 5 % pour atteindre un objectif de protection d'au moins 85 à 90 % du volume et de la valeur des opérations ajustées (en fonction des exclusions ci-dessous). À notre avis, il importe de remédier aux

⁴² La définition de « marché » prévue par le Règlement 21-101 et la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario mentionne un marché ou un mécanisme.

⁴³ Pondérées également entre la moyenne combinée du volume et de la valeur des opérations.

inefficiences causées par l'application du RPO à tous les ordres, tout en maintenant un niveau de protection acceptable.

Nous proposons que le calcul de la part de marché ajustée de 5 % repose sur la moyenne combinée de la part du volume et de la valeur des opérations (pondérés également). La part de marché sera calculée en fonction de la part des opérations sur un an et appliquée au niveau du marché ou du mécanisme si un marché comporte plusieurs marchés ou mécanismes visibles⁴⁴.

Nous avons retenu le volume des opérations comme mesure des opérations parce que nous jugeons qu'il convient le mieux à nos objectifs de protection des ordres passifs. Nous proposons toutefois de donner un poids égal au volume et à la valeur des opérations pour compenser certains effets sur le volume d'actions des marchés sur lesquels se négocient principalement des titres de faible valeur. Nous avons envisagé d'utiliser le nombre d'opérations sur le marché pour calculer le seuil de part de marché, mais nous craignons que cette mesure ne fausse les résultats en faveur des marchés sur lesquels un grand nombre d'opérations à faible volume sont exécutées. À notre avis, le volume total des opérations sur chaque marché fournirait les mêmes données sans fausser les résultats, contrairement au nombre d'opérations individuelles.

Nous avons envisagé d'utiliser des mesures reposant sur les ordres. Elles peuvent sembler plus conformes à notre objectif de protection des ordres, mais nous craignons qu'elle ne se prête davantage à la manipulation pour atteindre le seuil⁴⁵.

Nous proposons d'exclure du calcul du seuil de part de marché toutes les opérations qui ne portaient pas sur un ordre passif affiché bénéficiant de la protection du RPO. De manière générale, seraient exclues les opérations portant sur des ordres non affichés, des « ordres à cours calculé » et des « ordres non normalisés »⁴⁶. En particulier, les opérations suivantes ne seraient pas prises en compte dans le calcul de la part de marché :

- les opérations sur des ordres passifs invisibles;
- la partie non interposée des applications intentionnelles⁴⁷;
- les opérations sur les marchés ou mécanismes au fixage (y compris les mécanismes au fixage existants qui déterminent le cours d'ouverture ou de clôture);
- les opérations sur lots irréguliers;
- les opérations auto-exécutées en exécution de l'obligation de garantie minimum d'un teneur de marché ou à l'exercice de droits ou d'obligations de participation;
- les opérations sur des ordres assortis de conditions particulières.

⁴⁴ Par exemple, certains marchés comportent actuellement des registres distincts visibles d'enchères en continu auxquels le seuil de part de marché serait appliqué séparément.

⁴⁵ Il peut être plus facile pour un marché d'encourager la passation d'ordres à la seule fin d'influer sur le résultat du calcul du seuil que d'encourager la réalisation d'opérations.

⁴⁶ Les expressions « ordres à cours calculé » et « ordres non normalisés » sont actuellement définies dans le Règlement 23-101.

⁴⁷ Sur certains marchés, un ordre déjà saisi par un courtier au même cours qu'une application intentionnelle qu'il exécute peut « s'interposer » dans celle-ci. Étant donné que l'ordre interposé bénéficie du RPO, il serait inclus dans le calcul de la part de marché.

Nous faisons remarquer que nous ne proposons pas de calculer la part de marché par marché d'inscription (c'est-à-dire que la part de marché sera calculée en fonction de l'ensemble du marché et non par marché d'inscription). Nous avons envisagé cette possibilité, mais conclu que le calcul pourrait être source de complexité supplémentaire et de confusion, surtout si différents marchés étaient protégés pour un groupe de titres et non pour un autre⁴⁸. Nous reconnaissons cependant que la démarche proposée aurait cet effet parce qu'une bourse pourrait n'être protégée que pour les titres qui y sont cotés, bien que ce problème ait une plus grande probabilité de se produire si nous calculions le seuil de part de marché par marché des titres cotés.

Comme nous l'avons mentionné, nous sommes d'avis que l'application du RPO à tous les ordres a entraîné certains coûts et inefficiences. Nous estimons que l'application d'un seuil de part de marché de 5 % afin protéger au moins 85 à 90 % du volume et de la valeur des opérations ajustées les atténuerait en partie tout en préservant notre politique de protection des ordres pour renforcer la confiance dans les marchés et la formation des cours. Pour évaluer l'incidence potentielle, nous avons calculé la part de marché ajustée de la façon proposée et appliqué le seuil de part de marché en fonction des données de l'année 2013. Voici les résultats :

Marché	Part du volume négocié ajusté en 2013	Part de la valeur négociée ajustée en 2013	Part moyenne du volume et de la valeur négociés ajustés en 2013
Alpha	15,06%	16,23%	15,65%
Chi-X	9,59%	14,48%	12,04%
CX2	3,05%	2,79%	2,92%
CSE	1,77%	1,56%	1,67%
Omega	1,82%	1,28%	1,55%
TMX Select	1,71%	1,93%	1,82%
Croiss. TSX	23,33%	0,81%	12,07%
TSX	43,67%	60,93%	52,30%

Comme on peut le constater, quatre des huit marchés visibles en activité à la fin de l'année auraient atteint le seuil de 5 % en fonction de la moyenne du volume et de la valeur des opérations ajustées (partie encadrée du tableau ci-dessus). Un autre marché qui ne l'atteindrait pas et est une bourse reconnue (CSE) aurait également été considéré comme un marché protégé, mais seulement pour les titres qui y sont cotés. Nous avons également constaté qu'un peu plus de 90 % du volume et de la valeur des opérations ajustées auraient été enregistrés sur ce qui aurait été considéré comme des marchés protégés⁴⁹.

⁴⁸ Par exemple, un ou plusieurs SNP pourraient être considérés comme des marchés protégés pour les titres X, mais pas pour les titres Y, ce qui pourrait non seulement compliquer la prévention des transactions hors cours et des marchés figés et croisés, mais aussi créer de la confusion chez les participants au marché si certains titres négociés sur les SNP (les titres non protégés) faisaient l'objet d'un plus grand nombre de transactions hors cours et figeaient ou croisaient le marché en raison d'ordres saisis sur d'autres marchés.

⁴⁹ Nous reconnaissons que les résultats du calcul de la part de marché auraient pu être différents si le seuil de part de marché avait été véritablement appliqué à 2013. Nous faisons cependant remarquer que les marchés qui n'auraient pas été protégés en fonction de ce seuil auraient pu connaître une réduction du flux d'ordres actifs qui leur est acheminé parce que certains participants ne leur acheminent des ordres que pour se conformer au RPO et pourraient cesser de le faire systématiquement s'ils n'y sont pas obligés.

ii) Traitement des bourses d'inscription

Nous proposons que les ordres affichés sur une bourse reconnue qui n'atteint pas le seuil de part de marché soient protégés, mais seulement pour les titres qui y sont inscrits à la cote et négociés. Une nouvelle bourse reconnue serait automatiquement un marché protégé au lancement de la négociation, sous réserve des mêmes limites. Comme pour l'application du calcul du seuil de part de marché, la qualité de marché protégé s'appliquerait au niveau de chaque marché ou mécanisme de la bourse reconnue, par exemple si celle-ci comporte plusieurs marchés ou mécanismes visibles.

Cette démarche vise à ce qu'aucun marché d'inscription non protégé ne soit injustement désavantagé par le RPO en ce qui concerne les titres qui y sont inscrits à la cote, si un marché protégé offre la négociation de ces titres⁵⁰. Nous jugeons également important de protéger les marchés qui contribuent au processus de collecte de capitaux, mais nous faisons remarquer que malgré le fait de considérer une bourse comme protégée sous le seuil de part de marché, le RPO ne forcera pas les participants à négocier les titres qui y sont inscrits à la cote. Il ne sera pertinent pour la bourse que si un participant choisit d'offrir à ses clients de négocier ces titres et que ces derniers sont aussi cotés sur un autre marché. Nous avons envisagé de limiter la protection dans ces situations aux titres inscrits à la cote de cette bourse qui ne sont pas aussi inscrits à celle d'une autre bourse protégée, afin qu'aucune bourse ne puisse utiliser des titres intercotés pour tirer parti de la qualité de marché protégé. Nous craignons toutefois que cela n'impose un fardeau aux courtiers et aux fournisseurs de services en les obligeant à trouver de nouvelles solutions technologiques pour que les mécanismes d'acheminement des ordres distinguent les marchés en fonction des symboles. Nous comptons exercer une surveillance pour voir si les bourses cherchent à inscrire à leur cote des titres à seule fin de bénéficier de la qualité de marché protégé et nous prendrons les mesures nécessaires, le cas échéant.

La démarche proposée pourrait également introduire d'autres considérations pour les mécanismes d'acheminement des ordres dans certaines situations où un titre est inscrit à la cote de deux bourses⁵¹. Nous faisons toutefois remarquer que ces situations peuvent se produire sous le RPO actuel et qu'elles n'entraînent pas de nouvelles complications ni de nouveaux coûts.

En ce qui concerne la mise en œuvre, si tous les ordres affichés sur une bourse reconnue ne sont pas tous protégés, nous nous posons la question de savoir s'il serait nécessaire et approprié d'obliger la bourse à donner accès séparément à la négociation et aux données de marché sur ces titres qui seraient protégés⁵².

⁵⁰ Sans égard au fait que ces titres sont aussi inscrits à la cote sur un autre marché protégé ou n'y sont offerts qu'aux fins de négociation.

⁵¹ Par exemple, si un nouvel FNB a été inscrit simultanément à la cote de deux bourses, il faudrait vraisemblablement le traiter comme inscrit sur chacune d'elles et les mécanismes d'acheminement devraient pouvoir en tenir compte.

⁵² Par exemple, en offrant l'adhésion pour ne négocier que les symboles pour lesquels les ordres affichés sur la bourse reconnue seraient protégés ou en offrant des listes de données de marché indiquant les ordres et les opérations sur ces symboles. Nous signalons que, lorsqu'une bourse n'offre la négociation que sur les titres qui y sont cotés (y compris les titres intercotés), il n'est peut-être pas nécessaire d'imposer ces obligations supplémentaires, qui seraient plus pertinentes pour la bourse où se négocient également des titres uniquement inscrits à la cote d'une autre bourse (parfois appelés « autres titres négociés » sur les bourses canadiennes).

iii) Processus de fixation du seuil de part de marché et de désignation des marchés protégés

Nous proposons que le calcul du seuil de part de marché et la désignation des marchés, ou de leurs marchés ou mécanismes, dont les ordres affichés seraient protégés (c'est-à-dire ceux qui atteignent ou dépassent le seuil ainsi que certaines bourses d'inscription) se fassent annuellement. Les ACVM s'en chargeront, assistées de l'OCRCVM. Une liste des marchés protégés (y compris les bourses reconnues dont seuls les titres qui y sont inscrits à la cote seront protégés) serait publiée sur les sites Web des autorités en valeurs mobilières et de l'OCRCVM.

Nous proposons aussi de donner aux participants au marché et aux marchés un délai d'environ trois mois après la publication de la liste annuelle pour ajuster leurs processus opérationnels en fonction du changement de qualité des marchés protégés et non protégés, après quoi la liste prendra effet⁵³. Nous proposons une période de protection d'un an, sous réserve du renouvellement annuel, pour réduire les coûts subis par les courtiers et les fournisseurs de services et éviter la confusion qu'une désignation plus fréquente des marchés protégés (par exemple mensuelle ou trimestrielle) pourrait susciter chez les investisseurs.

Nous comptons également publier l'information sur les critères et le processus d'établissement du seuil, y compris les périodes visées par le calcul ainsi que la date de prise d'effet et la durée de validité des listes publiées.

iv) Modification des critères ou du processus d'établissement du seuil

Nous précisons que dans les projets de modifications de l'article 1.1.3 de l'Instruction générale 23-101, nous indiquons que le seuil de part de marché sera surveillé et examiné. Comme le marché continuera d'évoluer, nous examinerons ces données en continu pour veiller à ce qu'au moins 85 à 90 % du volume et de la valeur des opérations sur les ordres passifs affichés soient enregistrés sur des marchés protégés, et nous apporterons les modifications appropriées. Le secteur sera informé des modifications suffisamment à l'avance.

v) Mise en œuvre initiale

Nous faisons remarquer que d'autres marchés visibles pourraient entrer en activité avant la mise en œuvre des modifications du RPO et afficher des ordres protégés par le régime qui pourraient ne plus être considérés comme tels une fois les modifications en vigueur. Nous pourrions envisager de ne pas appliquer le régime à ces marchés visibles, compte tenu de la situation.

⁵³ À titre d'exemple, si le seuil est calculé en fonction de la part de marché des opérations du 1^{er} janvier au 31 décembre, la liste pourrait être publiée le 15 janvier et prendre effet le 1^{er} avril.

- Question 1 :** À votre avis, les mesures proposées pour établir le seuil de part de marché, notamment les types d'opérations qui doivent entrer dans le calcul ou en être exclues ainsi que la pondération en fonction du volume et de la valeur, sont-elles appropriées? Veuillez décrire toute solution de remplacement.
- Question 2 :** Un seuil de part de marché de 5 % est-il approprié? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse.
- Question 3 :** Le seuil de part de marché proposé contribuera-t-il à garantir un niveau de protection appropriée des ordres affichés? À cet égard, la cible d'au moins 85 à 90 % du volume et de la valeur des opérations ajustées contribuera-t-elle à atteindre cet objectif?
- Question 4 :** Le seuil de part de marché proposé aurait-il une incidence sur la concurrence entre les marchés dans l'environnement actuel et pour les nouveaux venus? Veuillez fournir des explications.
- Question 5 :** Convient-il qu'une bourse d'inscription qui n'atteint pas le seuil de part de marché soit considérée comme un marché protégé pour les titres qui y sont inscrits à la cote? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse.
- Question 6 :** Si les projets de modifications sont approuvés, les bourses devraient-elles être obligées de donner accès séparément à la négociation et aux données de marché sur les titres qui y sont inscrits à la cote et ceux qui n'y sont pas? Veuillez fournir des détails.
- Question 7 :** Que pensez-vous de l'échéancier envisagé pour le calcul de la part de marché et la désignation des marchés protégés?
- Question 8 :** Quelles exceptions faudrait-il prévoir pour les courtiers qui entrent en activité pendant la période de préavis de transition et qui, pour respecter le RPO, souhaitent accéder à un marché qui n'atteint plus le seuil?
- Question 9 :** Selon vous, la mise en œuvre le régime de « marché protégé » poserait-elle des problèmes?
- Question 10 :** Si les projets de modifications sont adoptés, quelle devrait être la période de transition pour la mise en œuvre initiale du régime de seuil et pourquoi?

2. Répercussions sur les notions de « meilleur cours acheteur », de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours » en vertu des RUIM

À notre avis, la mise en œuvre des modifications du RPO nécessiterait de modifier les RUIM pour garantir la clarté et la cohérence avec la version révisée. Il faudrait notamment modifier les RUIM pour redéfinir les expressions « meilleur cours acheteur », « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours » afin de faire le lien avec les meilleures offres d'achat et de vente *protégées* affichées sur l'ensemble des marchés *protégés*. Le meilleur cours acheteur, le meilleur cours vendeur et le meilleur cours seraient ainsi calculés en fonction des « ordres protégés »⁵⁴ au meilleur cours consolidés, sans tenir compte des ordres affichés sur les marchés non protégés. Selon nous, la formation des cours devrait demeurer efficiente et les meilleurs cours consolidés sur tous les marchés protégés devraient correspondre aux meilleurs cours sur l'ensemble des marchés visibles (protégés et non protégés).

Nous reconnaissons que redéfinir la notion de meilleur cours prévue par les RUIM pour tenir compte des meilleures offres d'achat et de vente protégées pour l'application du RPO pourrait ne pas permettre d'atteindre pleinement les objectifs des dispositions pertinentes des RUIM (par exemple, les obligations d'exécution au meilleur cours ou les exceptions prévues par les règles relatives à la diffusion des ordres et à la liquidité invisible). Nous estimons toutefois que cette démarche est appropriée pour atténuer d'autres complications et incohérences qui pourraient survenir si les notions de « meilleur cours acheteur », de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours » prévues par les RUIM étaient différentes de celle de « meilleur cours » pour l'application du RPO. Nous comptons, de concert avec l'OCRCVM, surveiller l'écart entre les meilleurs cours sur les marchés non protégés et les marchés protégés pour établir s'il faut modifier notre démarche.

Nous faisons remarquer que d'autres modifications des RUIM pourraient s'avérer nécessaires pour faciliter la mise en œuvre des modifications du RPO. L'OCRCVM publie des propositions de modifications pour consultation parallèlement à la publication du présent avis. Prière de se reporter à l'Avis sur les règles 14-0124 de l'OCRCVM.

3. Les marchés figés et croisés

Avec les projets de modifications du RPO, les dispositions relatives aux marchés figés et croisés nécessitent aussi des modifications. Nous sommes toujours d'avis que les dispositions empêchant de figer et de croiser les marchés intentionnellement sont appropriées pour renforcer la confiance des investisseurs et l'efficacité du marché. Cependant, imposer un seuil de part de marché pour l'application du RPO sans modifier ces dispositions forcerait les participants à n'accéder aux marchés que pour empêcher les marchés figés et croisés, bien qu'ils n'y soient pas tenus pour respecter le RPO. Cela irait à l'encontre de nos objectifs.

⁵⁴ Au sens du Règlement 23-101.

En conséquence, nous proposons de limiter l'application des dispositions sur les marchés figés et croisés aux ordres protégés. Les participants pourraient toujours saisir sur les marchés protégés des ordres qui figent ou croisent les ordres affichés sur un marché non protégé. Il en résulterait une augmentation des cas de marchés figés et croisés sur tous les marchés visibles, mais nous estimons qu'il s'agit d'un équilibre raisonnable entre les objectifs réglementaires importants de l'interdiction et l'objectif d'atténuation de certains coûts et inefficiences du RPO sous sa forme actuelle.

Nous signalons que le marché figé et croisé par un ordre protégé qui fige ou croise un ordre affiché sur un marché non protégé ne durerait pas longtemps, car les obligations empêcheraient toujours de saisir intentionnellement d'autres ordres pour figer ou croiser l'ordre protégé.

Question 11 : Selon vous, la démarche proposée en matière de marchés figés et croisés est-elle appropriée? Dans la négative, veuillez proposer une solution de rechange.

4. Obligations de meilleure exécution et communication d'information

i) Les courtiers réalisant la meilleure exécution

En imposant un seuil de part de marché pour l'application du RPO, les projets de modifications offrent aux participants au marché la possibilité d'évaluer s'ils doivent accéder ou non aux ordres affichés sur les marchés en dessous du seuil. Nous nous attendons à ce que cette évaluation fasse intervenir des considérations liées aux obligations de meilleure exécution. Nous reconnaissons qu'il est plus complexe et difficile de réaliser la meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés. Les courtiers doivent évaluer régulièrement et rigoureusement leurs pratiques, la conjoncture du marché et les besoins de leurs clients pour choisir les marchés où il convient de négocier. Ni les obligations de meilleure exécution prévues par le Règlement 23-101 ni les RUIM n'obligent tous les participants au marché à accéder à la négociation sur tous les marchés : cette décision doit être prise en vue de réaliser l'exécution aux conditions les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances. Nous ne jugeons donc pas qu'il faille dicter les pratiques en matière de meilleure exécution ni prévoir de liste de contrôle. Les courtiers ont tous un modèle d'entreprise et des clients différents. Pour réaliser la meilleure exécution, nous pensons qu'ils doivent disposer de la souplesse nécessaire pour trouver la formule qui leur convient en fonction de ces particularités. Il se peut que les divers secteurs d'activité ou pupitres de négociation aient des politiques et procédures légèrement différentes, ce qui est tout à fait approprié, selon nous, puisque les différents clients peuvent avoir des besoins particuliers.

Ceci dit, nous sommes d'avis qu'il convient de fournir des indications supplémentaires sur la manière d'établir des politiques et procédures en matière de meilleure exécution. Nous avons donc modifié et augmenté les indications figurant dans l'Instruction générale 23-101 pour indiquer que le courtier qui prend la décision d'accéder ou non à

la négociation sur un marché donné, y compris un marché non protégé, devrait se demander si cela aura une incidence sur sa capacité de réaliser la meilleure exécution pour ses clients. L'objectif est de donner aux courtiers davantage de souplesse pour prendre les meilleures décisions pour leurs clients.

Les indications proposées précisent également que nous nous attendons à ce que les politiques et procédures documentées en matière de meilleure exécution indiquent les motifs des décisions d'accès aux marchés et à ce que ces motifs soient évalués au moins une fois par an pour déterminer s'ils sont toujours raisonnables, voire plus souvent, au besoin, en raison de l'évolution de l'environnement de négociation et de la structure du marché. Nous avons aussi indiqué plusieurs facteurs à prendre en considération dans ces décisions, notamment la fréquence à laquelle les ordres au meilleur cours sont disponibles sur un marché, la taille et la profondeur des cotations, les volumes négociés, l'impact potentiel sur le marché dans son ensemble et la part de marché.

Nous avons aussi précisé que ce qui constitue la « meilleure exécution » dépend des circonstances et s'évalue selon le critère des « efforts raisonnables ». Nous avons réitéré que les obligations de meilleure exécution ne s'appliquent pas à un ordre à la fois, mais qu'il s'agit d'une obligation de se doter de politiques et de procédures afin de réaliser la meilleure exécution en fonction des circonstances, de la conjoncture du marché et des besoins des clients.

Pour respecter le critère des « efforts raisonnables », le courtier devrait pouvoir démontrer qu'il a mis en place et respecté des politiques et procédures *i)* l'obligeant à suivre les instructions du client et les objectifs fixés et *ii)* établissant le processus qu'il a conçu pour atteindre l'objectif de la meilleure exécution.

Nous précisons qu'étant donné que de nombreux participants au marché sont dispensés des obligations prévues par le Règlement 23-101 puisqu'ils sont assujettis aux RUIM, nous nous attendons à ce que des modifications analogues des indications sur la meilleure exécution soient apportées aux politiques et orientations des RUIM.

Question 12 : Les indications fournies sont-elles suffisantes pour apporter des éclaircissements tout en préservant la souplesse pour les courtiers? Dans la négative, quelles modifications faudrait-il envisager?

ii) Information communiquée par les courtiers aux clients

Dans un environnement de négociation complexe, il importe que les clients puissent comprendre comment les courtiers traitent et acheminent leurs ordres. Ils ont besoin de cette information pour prendre des décisions éclairées concernant l'utilisation des services de leur courtier. Afin d'en favoriser la communication, nous proposons d'imposer aux courtiers de nouvelles obligations d'information sur leurs politiques en matière de meilleure exécution. L'information requise portera sur la clarté du traitement

et de l'acheminement des ordres ainsi que sur les conflits d'intérêts potentiels qui pourraient survenir en raison de la propriété ou des frais et influencer sur les décisions de traitement et d'acheminement. Le projet d'article 4.4 du Règlement 23-101 prévoit ces obligations. Les projets de modifications de l'Instruction générale 23-101 donneront aussi des indications sur le niveau d'information à fournir.

Certains éléments d'information généraux qu'il est proposé d'exiger des courtiers concernent tous les titres, tandis que d'autres éléments d'information plus détaillés portant sur leurs pratiques en matière de traitement et d'acheminement des ordres ne concernent que les titres cotés, à l'exception des options. Compte tenu des obligations de meilleure exécution et des restrictions en matière de négociation qui sont imposées aux courtiers autres que des courtiers en placement ou qui sont envisagées, les obligations d'information proposées s'appliquent, dans les faits, aux courtiers en placement. Nous n'envisageons pas d'obligations d'information en matière de meilleure exécution pour les conseillers à ce stade.

Nous faisons remarquer que les obligations d'information des courtiers en matière de meilleure exécution avaient été proposées en 2007 et en 2008⁵⁵, mais qu'il avait été décidé de ne pas donner suite à l'époque. Nous estimons qu'il est approprié de proposer certains éléments d'information pour les courtiers à ce stade parce que les modifications du RPO pourraient susciter des incertitudes chez les clients en ce qui concerne le traitement et l'acheminement de leurs ordres dans le contexte de marchés non protégés.

Question 13 : Selon vous, l'information que les courtiers doivent communiquer à leurs clients est-elle appropriée?

Question 14 : Si les projets de modifications sont adoptés, quelle devrait être la période de transition pour les obligations d'information proposées et pourquoi?

5. Données consolidées

L'Avis 21-309 du personnel des ACVM, *Agence de traitement de l'information sur les valeurs mobilières inscrites en bourse autres que les options*⁵⁶ indiquait qu'une agence de traitement de l'information était nécessaire pour deux raisons :

« *Premièrement*, elle répond à la question de la fragmentation de l'information relative aux titres cotés et se négociant sur plusieurs marchés à la fois et procure aux investisseurs et aux participants aux marchés au moins une source de données consolidées sur ces titres. *Deuxièmement*, elle aide les participants aux marchés à exécuter leurs obligations réglementaires dans un

⁵⁵ Voir l'Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 4 n° 16, p. 297, et l'Avis de consultation, Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, Règlement 23-101 sur les règles de négociation, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 5 n° 41, p. 216.

⁵⁶ Publié le 12 juin 2009 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6 n° 23, p. 262.

contexte de multiplicité des marchés. Elle assure la disponibilité de données consolidées conformes à la réglementation et pouvant servir aux utilisateurs pour démontrer leur conformité à certaines obligations réglementaires, et aux autorités de réglementation pour en évaluer le respect, notamment en matière de meilleure exécution, de vente à découvert et de « meilleurs cours » ou de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. » [Nos italiques.]

Le personnel estime encore que l'agence de traitement de l'information devrait fournir les données consolidées de tous les marchés des titres de capitaux propres, y compris les marchés non protégés, pour atteindre les objectifs susmentionnés. Cependant, compte tenu des projets de modifications du RPO, l'agence de traitement de l'information pourrait avoir à modifier ses méthodes de consolidation et de distribution des données pour permettre aux clients de distinguer les données en provenance des marchés protégés et non protégés, et de discerner les ordres affichés au meilleur cours qui sont protégés. Nous discuterons de cette question avec l'agence de traitement de l'information de la TSX pour voir quelles modifications sont nécessaires avant la mise en œuvre des modifications du RPO.

Question 15 : Faut-il modifier les produits de données consolidées de l'agence de traitement de l'information si les modifications du RPO sont mises en œuvre? Dans l'affirmative, quelles modifications sont nécessaires et comment faudrait-il les mettre en œuvre?

B. Les frais de négociation

Lors de l'examen du RPO et de façon générale, les participants ont exprimé des préoccupations au sujet des frais de négociation, notamment en ce qui concerne la mise en œuvre du régime, et surtout ses répercussions sur leurs coûts de négociation active, étant donné qu'il les oblige à exécuter des opérations contre les meilleurs ordres affichés, sans égard aux frais facturés par le marché en cause. Ils ont exprimé d'autres préoccupations, indépendantes du RPO, mais liées au barème de frais de négociation prédominant sur les marchés canadiens, le barème teneur-preneur. Ils ont notamment déclaré, comme nous l'avons vu, que le barème nuit à la transparence des cours, offre des incitatifs inappropriés, se traduit par une intermédiation excessive et entraîne des conflits d'intérêts difficiles à gérer.

Lorsque le RPO a été proposé, nous avons envisagé de plafonner les frais de négociation, principalement pour garantir que les marchés n'augmenteraient pas leurs frais substantiellement pour tirer parti de ce régime.

Au cours de la consultation, les intervenants ont exprimé des opinions partagées sur la nécessité d'un plafond. Plusieurs étaient d'avis qu'un plafond devrait être fixé, mais ne s'entendaient pas sur le montant. Un intervenant estimait que les ACVM devraient adopter des procédures pour empêcher les marchés d'établir des barèmes de frais qui profitent du RPO en payant d'importants crédits pour obtenir de la liquidité dans l'intention d'exiger des droits élevés pour les ordres acheminés en application du RPO.

D'autres estimaient que les droits ne devraient pas être plafonnés et que la concurrence des marchés réglerait cette question. Dans son rapport, le comité de mise en œuvre du RPO en est arrivé à la conclusion qu'il était souhaitable d'inclure le plafonnement des frais de négociation dans le régime proposé. Bien que ses membres ne s'entendaient pas sur la détermination du plafond, le comité a recommandé aux ACVM d'évaluer la possibilité d'adopter le barème utilisé aux États-Unis, lequel a établi un plafond pour les actions qui se négocient à un cours supérieur à 1 \$ et un plafond sous forme de pourcentage maximal de la valeur de l'opération pour les actions qui se négocient à un cours inférieur à 1 \$. En fin de compte, les ACVM ont décidé de conserver leur démarche fondée sur des principes et de ne pas plafonner les frais de négociation.

Depuis lors, nous avons observé que les marchés se livrent concurrence sur le terrain des frais de négociation et des barèmes. Nous avons également constaté que l'arrivée de nouveaux concurrents entraîne dans un premier temps une baisse des frais. Malgré cela, les marchés sont incités à facturer des frais élevés de négociation active, et les pressions concurrentielles qui devraient atténuer ce problème ne sont pas aussi efficaces dans le contexte d'un RPO.

En réponse aux préoccupations exprimées au sujet de la captivité des clients et des frais élevés, nous proposons de plafonner les frais de négociation à brève échéance. Nous comptons également réaliser une étude pilote pour vérifier les répercussions d'une interdiction de payer des rabais sur les frais de négociation.

1. Description de la proposition en matière de frais de négociation

- Plafonner les frais de négociation active sur les titres de capitaux propres et les fonds négociés en bourse à la mise en œuvre des modifications du RPO, comme suit :
 - 0,0030 \$ par action ou part dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus;
 - 0,0004 \$ par action ou part dont le cours s'établit à moins de 1 \$.
- Réaliser une étude pilote sur l'interdiction pour les marchés de payer des rabais sur un échantillon de titres.

i) Plafonnement des frais de négociation active

En réponse aux préoccupations exprimées sur le fait que les marchés facturent des frais de négociation active élevés à leurs clients captifs, nous proposons de plafonner ces droits pour toute négociation de titres de capitaux propres et de parts de fonds négociés en bourse (FNB) aux enchères en continu (désignés ensemble comme les **titres inclus**). Le plafond proposé pour les opérations sur titres inclus dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus est de 30 mills, soit 0,0030 \$, par action ou part négociée, ce qui correspond au plafond en vigueur aux États-Unis. Pour les opérations sur titres inclus dont le cours s'établit à moins de 1 \$, le plafond proposé est de 4 mills, soit 0,0004 \$, par action ou part négociée, ce qui correspond aux frais de négociation active les plus élevés qui soient facturés actuellement sur le marché canadien pour les opérations sur

titres inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX. Les plafonds entreraient en vigueur à la mise en œuvre des modifications du RPO. Ils sont prévus au nouvel article 6.6.1 du Règlement 23-101.

Nous proposons de plafonner les frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus au même niveau qu'aux États-Unis sur tous les marchés où ils se négocient. Ce plafond est le montant de référence adopté dans ce pays pour l'application d'obligations analogues de protection des ordres. En comparant les niveaux actuels des frais de négociation active de titres inclus dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus aux enchères en continu, nous constatons que la plupart des marchés facturent des frais légèrement inférieurs. Nous estimons toutefois qu'au cours du dernier trimestre 2013, les frais de négociation active payables sur environ 40 % du volume total négocié de titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus auraient dépassé le plafond proposé^{57,58}. Nous reconnaissons que certains jugent ce plafond élevé aux États-Unis. Nous l'employons parce qu'il s'agit d'un montant de référence établi et signalons que nous prévoyons des mesures supplémentaires relativement aux paiements de rabais (voir ci-dessous). Nous jugeons préférable de nous attarder à la conception de l'étude pilote envisagée et de la mesure de ses résultats, plutôt qu'à l'attribution d'un autre chiffre à des plafonds qui sont d'abord conçus comme des mesures provisoires.

En ce qui concerne le plafonnement des frais de négociation active des titres inclus dont le cours s'établit à moins de 1 \$, nous avons également envisagé d'utiliser le plafond américain, soit 0,3 % de la valeur négociée. Nous avons cependant constaté, en comparant les frais facturés actuellement par les marchés pour ces titres, qu'ils sont déjà souvent bien inférieurs à ce qui serait demandé si le plafond américain était appliqué⁵⁹. En outre, nous estimons qu'au cours du dernier trimestre 2013, les droits payables sur seulement environ 6 % du volume total négocié de titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$ auraient dépassé ce plafond⁶⁰. En conséquence, nous doutons de la pertinence d'adopter un plafond analogue à ce stade pour les opérations sur les titres inclus dont le cours est inférieur à 1 \$. Nous doutons aussi du bien-fondé d'un plafond en pourcentage de la valeur négociée, étant donné que, selon les pratiques actuelles, la facturation des opérations sur titres inclus se fait par action ou par part. Nous avons donc conclu qu'il serait approprié que tout plafond imposé pour les titres inclus dont le cours s'établit à moins de 1 \$ soit fixé au taux le plus élevé qui soit facturé

⁵⁷ Ce chiffre de 40 % n'est représentatif que de la négociation de titres de capitaux propres aux enchères en continu, parce qu'aucun marché visible ne facturait de droits dépassant le plafond proposé pour la négociation de parts de FNB aux enchères en continu. Par ailleurs, il ne concerne que les opérations aux enchères en continu qui portent sur des ordres passifs affichés qui auraient bénéficié du RPO actuel. Il s'agit d'un pourcentage du volume total négocié sur tous les marchés, qui comprend les enchères en continu ou non ainsi que les opérations qui ne portent pas sur des ordres passifs affichés.

⁵⁸ Nous faisons également remarquer que les marchés touchés pourraient ajuster les rabais qu'ils offrent pour maintenir leurs profits par opération.

⁵⁹ À titre d'exemple, par comparaison au plafond américain de 0,3 % de la valeur négociée, sur la base des droits facturés actuellement pour les titres de moins de 1 \$ sur la TSX et la Bourse de croissance TSX, le plus qui serait facturé par ces marchés en pourcentage de la valeur négociée serait 0,075 % pour les titres dont le cours s'établit entre 0,10 \$ et 0,99 \$, et 0,25 % pour les titres dont le cours s'établit entre 0,01 \$ et 0,09 \$. Certains autres marchés, comme Omega ATS et CX2 Canada ATS, payent des rabais au côté actif des opérations sur les titres de moins de 1 \$.

⁶⁰ Cette estimation est similaire à celle concernant les titres de plus de 1 \$. Voir la note 57.

à l'heure actuelle pour les titres inscrits à la cote soit de la TSX, soit de la Bourse de croissance TSX⁶¹, c'est-à-dire 4 mills ou 0,0004 \$ par action ou part négociée.

Nous faisons remarquer qu'en vertu d'un RPO révisé, certains marchés visibles n'auront peut-être pas de clients captifs. Nous proposons tout de même d'appliquer les plafonds des frais de négociation active uniformément à tous les marchés visibles pour des raisons d'équité. Nous le proposons également pour faire en sorte que les frais demandés et les rabais offerts par des marchés non protégés ne soient pas à des niveaux encourageant des activités de négociation inappropriées, ce qui pourrait altérer l'intégrité du marché. Nous réitérons qu'il s'agit d'une mesure provisoire que nous adoptons dans l'attente d'une solution durable pour les frais de négociation.

Nous ne proposons pas non plus de plafonner les frais sur les négociations qui ne se font pas aux enchères en continu ni sur les titres cotés autres que des titres de capitaux propres⁶² comme les droits de souscription, les bons de souscription, les obligations non garanties et les billets (les **titres exclus**). Nous précisons que, dans les négociations qui ne se font pas aux enchères en continu, par exemple lorsqu'elles se font au moyen d'un mécanisme déterminant le cours d'ouverture ou de clôture, les ordres ne sont généralement pas protégés par le RPO. En ce qui concerne les opérations sur titres exclus, nous signalons que les barèmes actuels affichent une tendance à s'écarter des frais standards par action ou par part généralement appliqués aux titres inclus et que les volumes négociés de ces titres sont généralement bien plus faibles que les volumes de titres de capitaux propres. Nous notons également que, dans le cadre de nos consultations sur le RPO, nous n'avons pas entendu beaucoup de préoccupations au sujet des frais de négociation active facturés pour ces titres. Bien que nous ne proposons pas de plafonds pour les titres exclus, nous continuerons de soumettre à un processus d'analyse et d'approbation les changements de droits proposés par les marchés pour ces titres afin de nous assurer qu'ils sont raisonnables (dans les territoires où l'examen ou l'approbation est exigé)⁶³. Enfin, nous continuerons de surveiller ces droits pour établir s'il est nécessaire de la plafonner.

Question 16 : Selon vous, les plafonds de frais de négociation proposés comme mesure provisoire sont-ils appropriés? Veuillez décrire toute solution de rechange.

Question 17 : Si les projets de modifications sont adoptés, quelle devrait être la période de transition pour les plafonds de frais de négociation proposés et pourquoi?

⁶¹ En 2013, les opérations sur titres inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX représentaient plus de 99 % du volume et de la valeur des opérations sur titres cotés, à l'exception des options.

⁶² Nous réitérons que le plafond s'appliquerait aussi aux FNB.

⁶³ Le paragraphe 2 de l'article 3.2 du Règlement 21-101 exige le dépôt des modifications à l'information sur les droits fournie conformément aux Annexes 21-101A1 et 21-101A2. Les indications figurant au paragraphe 5 de l'article 7.1 de l'Instruction générale 21-101 précisent que les règles d'accès prévues à l'article 5.1 du Règlement 21-101 s'appliquent aux droits. Compte tenu de ces obligations, les frais de négociation facturés par les marchés font l'objet d'un examen et d'une approbation en Ontario ainsi qu'en Colombie-Britannique et en Alberta en ce qui concerne les droits facturés par la Bourse de croissance TSX. Au Québec, ces droits font l'objet d'un examen.

ii) Interdiction de paiements de rabais par les marchés

Dans le cadre de l'examen du RPO et des frais, nous avons étudié d'autres mesures pour gérer les frais de négociation et répondre aux préoccupations exprimées au sujet du barème teneur-preneur. À notre avis, les paiements de rabais par les marchés ou toute autre entité modifient le comportement des participants au marché de telle sorte qu'ils peuvent contribuer à la fragmentation ou à la segmentation des flux d'ordres, dénaturer les intentions qui président aux décisions d'investissement ou de négociation et entraîner chez les courtiers des conflits d'intérêts inutiles et difficiles à gérer en matière d'acheminement.

Qui plus est, compte tenu de la nature de la fourniture de liquidité et de la concentration du flux d'ordres passifs sur des titres qui sont déjà considérés comme très liquides, nous doutons du bien-fondé d'un barème de frais qui peut pousser les participants au marché ayant des ordres négociables à payer des frais pour l'activité d'un intermédiaire à court terme, alors que l'intermédiation n'est peut-être pas nécessaire.

Nous comptons réaliser une étude pilote sur l'impact d'une interdiction de la pratique des marchés consistant à payer des rabais. Durant l'étude, les marchés ne pourront pas consentir de rabais aux côtés actif ou passif des opérations sur les symboles inclus dans l'échantillon (voir ci-dessous).

À notre avis, cette étude pilote s'impose en raison des craintes qu'une interdiction de payer des rabais ne présente des risques pour la liquidité, si les fournisseurs de liquidité passive actuels réduisaient leur activité ou quittaient le marché. Ce risque pèse tout particulièrement sur les titres intercotés aux États-Unis. Nous reconnaissons cependant que certains des participants qui bénéficient le plus des rabais dans l'exécution de leurs stratégies de négociation participent aussi aux marchés qui ne paient pas de rabais et qu'ils ajusteront probablement leurs pratiques de négociation⁶⁴.

L'interdiction des rabais pourrait aussi avoir un effet plus marqué sur les coûts d'opérations sur les ordres négociables des investisseurs si les écarts augmentent pour compenser l'absence de rabais⁶⁵. Cependant, l'augmentation des écarts pourrait représenter une occasion, pour les investisseurs, de combler leurs ordres à cours limité passifs au cours demandé au lieu de « traverser l'écart ».

Nous entendons collaborer avec des universitaires à la conception de l'étude pilote et des mesures de ses résultats. Nous publierons ultérieurement une demande de propositions. Nous sommes ouverts à la discussion sur le calendrier, mais nous souhaitons d'emblée lancer l'étude environ six mois après la mise en œuvre des modifications du RPO. Ce délai donnera aux participants le temps de s'ajuster au

⁶⁴ Nous notons par exemple que, selon le rapport de l'OICV de décembre 2013 susmentionné, *Trading Fee Models and their Impact on Trading Behaviour*, le barème de frais teneur-preneur ou teneur-preneur inversé est généralement appliqué aux opérations sur titres de capitaux propres et non aux opérations sur dérivés. Il semble que la forme la plus courante de barème de frais sur les marchés de dérivés soit symétrique. Le rapport indique aussi qu'en Australie, il n'existe pas de barème de frais teneur-preneur ou teneur-preneur inversé sur les marchés des titres de capitaux propres. Il indique enfin que tous les grands marchés européens n'offrent pas ce type de barème.

⁶⁵ En raison d'un ajustement pour la perte des rabais ou d'une réduction de la liquidité passive.

nouveau RPO et d'apporter les modifications techniques tout en permettant aux marchés d'ajuster leurs frais ou leurs barèmes de frais de négociation des titres à l'étude.

Pour qu'une étude théorique fructueuse puisse être menée sur un échantillon et un groupe témoin, il sera nécessaire de constituer un échantillon suffisant, qui se composera probablement d'un tiers ou de la moitié des titres cotés. L'objectif est de faire en sorte qu'un échantillon représentatif de types et de catégories de symboles soit sélectionné (par exemple, cours, profil de liquidité, secteur, indice, etc.) aux fins de comparaison avec le groupe témoin. Nous évaluerons aussi la durée appropriée de l'étude, qui pourrait aller de six mois à un an.

Question 18 : Faut-il prendre des mesures relativement aux paiements de rabais? Veuillez fournir des explications.

Question 19 : Que pensez-vous d'une étude pilote sur l'interdiction de payer des rabais? Quelles difficultés pourrait-elle soulever et quelles mesures pourrait-on prendre pour les pallier?

Question 20 : Faudrait-il inclure tous les types ou toutes les catégories de titres dans l'étude pilote (dont les titres intercotés)? Veuillez fournir des explications.

Question 21 : Quand l'étude pilote devrait-elle commencer? Convient-il de prévoir un certain délai après la mise en œuvre des modifications du RPO ou de commencer l'étude simultanément (peut-être avec un chevauchement entre la mise en œuvre des modifications et l'étude)? Veuillez fournir des explications.

Question 22 : Quelle serait la durée appropriée de l'étude pilote et pourquoi?

iii) Crédits possibles pour les teneurs de marché

Nous faisons également remarquer qu'il pourrait être raisonnable de continuer à n'accorder de rabais ou de crédits qu'aux teneurs de marché à titre de rémunération pour l'exécution de leurs obligations de fournir de la liquidité. Dans ces circonstances, nous nous demandons si ces rabais ou crédits devraient être limités à un montant qui compense les frais de négociation facturés pendant une période donnée (par exemple chaque mois), de sorte que les teneurs de marché ne seraient jamais payés pour exécuter des opérations, déduction faite de leurs frais de négociation (c'est-à-dire que les rabais ou crédits ne pourraient être appliqués qu'en réduction des frais à zéro chaque mois, mais qu'aucun rabais ou crédit supplémentaire obtenu au cours du mois ne pourrait être payé).

Question 23 : Si les rabais étaient interdits, serait-il approprié de continuer à en accorder aux teneurs de marché et, le cas échéant, dans quelles circonstances?

iv) Paiement du flux d'ordre par des intermédiaires

Comme le paiement des rabais par les marchés, le paiement du flux d'ordres par des intermédiaires peut fausser les comportements et dénaturer les motivations à négocier. À notre avis, des conflits de cet ordre se produisent aussi chez les courtiers qui reçoivent des paiements pour les flux d'ordres acheminés à un intermédiaire⁶⁶. Nous garderons ces questions à l'esprit.

C. Droits relatifs aux données de marché

1. Description de la proposition en matière de droits relatifs aux données de marché

- Mettre en œuvre une méthode transparente d'évaluation de la valeur relative des données de marché en temps réel fournies par chaque marché à ses abonnés professionnels pour surveiller les frais facturés à ces derniers.
- Obliger les marchés à soumettre annuellement pour examen et approbation les droits relatifs aux données de marché facturés à leurs abonnés professionnels et à les justifier par rapport aux résultats obtenus au moyen de la méthode d'évaluation de la valeur relative.
- Envisager de prendre d'autres mesures pour régler les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés non professionnels, y compris un plafond ou une méthode d'évaluation distincte.

Nous discutons depuis plusieurs années des questions soulevées par les droits relatifs aux données de marché. Les principales préoccupations exprimées par les participants, notamment à l'occasion de nos récentes entrevues, sont évoquées dans le document sur les droits relatifs aux données. Il s'agit notamment de ce qui suit :

- les droits relatifs aux données de marché sont trop élevés;
- les coûts globaux des données ont augmenté substantiellement parce que davantage de marchés visibles les facturent;
- les droits relatifs aux données de marché ne sont pas soumis à une concurrence suffisante pour en contrôler les niveaux facturés;
- les participants sont captifs des droits facturés pour les données de marché s'ils en ont besoin pour remplir leurs obligations réglementaires (surtout le RPO et les obligations de meilleure exécution).

⁶⁶ Nous faisons remarquer que l'article 7.5 des RUIM a pour effet d'empêcher un courtier membre de l'OCRCVM qui est un participant en vertu de celles-ci d'effectuer un paiement pour un flux d'ordres.

En outre, nous avons discuté du niveau de transparence de l'examen réglementaire des droits relatifs aux données de marché.

Plusieurs solutions ont été évoquées dans le document sur les droits relatifs aux données. Elles ont recueilli des appuis à différents niveaux. Comme il est indiqué dans l'*Avis 21-312 du personnel des ACVM, Le point sur le Document de consultation 21-401, Droits relatifs aux données de marché en temps réel* (le **point sur les droits relatifs aux données**)⁶⁷, seules les deux options suivantes exposées dans le document sur les droits relatifs aux données ont recueilli l'appui de certains intervenants : 1) le plafonnement des droits relatifs aux données de marché en temps réel exigés par les marchés existants ou nouveaux jusqu'à ce qu'ils atteignent un niveau d'activité établi⁶⁸ et 2) la publication pour consultation des propositions sur les droits relatifs aux données et des modifications aux barèmes de frais⁶⁹. Il est également indiqué dans le point sur les droits relatifs aux données qu'il faut étudier d'autres solutions puisqu'aucune des options ne répond aux préoccupations entourant les droits actuellement exigés par les marchés qui sont supérieurs au « niveau d'activité » établi conformément à la première option susmentionnée. Il indique enfin que l'examen des droits relatifs aux données de marché continuera dans le cadre de l'examen du RPO, compte tenu du lien entre ces deux questions.

Si les modifications du RPO proposées sont mises en œuvre, nous ne jugeons pas nécessaire de limiter ou de restreindre directement la facturation de droits relatifs aux données de marché par les marchés nouveaux ou existants qui n'atteignent pas le niveau d'activité établi. À notre avis, de telles limites ou restrictions seront inutiles, du fait que la mise en œuvre des modifications du RPO offrira aux courtiers la souplesse d'acheter ou non des données des marchés qui n'atteignent pas le seuil de part de marché.

Nous reconnaissons néanmoins que les modifications du RPO ne régleraient pas le problème de la captivité des clients envers les marchés qui dépassent le seuil de part de marché. Qui plus est, il ressort des travaux menés jusqu'à ce jour qu'il y a lieu de resserrer la discipline en matière de coûts des données pour des raisons d'équité et d'efficacité des marchés des capitaux.

Nous proposons par conséquent une démarche qui vise, au moyen d'une méthode d'évaluation de la valeur relative, à ce que les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés professionnels demeurent équitables et raisonnables. La méthode sera transparente pour favoriser la transparence du processus d'examen des droits auxquels elle sera appliquée.

Nous envisageons aussi de prendre d'autres mesures pour faciliter la fourniture de données de marché aux utilisateurs non professionnels à un prix correspondant davantage à leur valeur relative pour eux.

⁶⁷ Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 10, n° 44, p. 1642.

⁶⁸ Cette option a remporté l'adhésion des marchés et des participants au marché, mais certains petits marchés s'y sont opposés.

⁶⁹ Cette option a reçu l'appui des associations sectorielles et d'un participant au marché.

i) Utilisation de la méthode pour surveiller les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels

Dans le cadre des travaux se rapportant au document sur les droits relatifs aux données, le personnel de la CVMO a commencé à élaborer une méthode plus rigoureuse d'évaluation des droits facturés aux professionnels pour les données à la tête du registre (niveau 1) et à la pleine profondeur du registre (niveau 2). L'objectif était de s'en servir pour faciliter l'examen des modifications de ces droits proposées par les marchés en Ontario. C'est cette méthode que nous proposons d'adopter officiellement pour gérer les questions entourant ces droits qui sont abordées dans le présent avis.

Nous proposons d'obliger tous les marchés des titres de capitaux propres à :

- nous soumettre les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels annuellement;
- justifier ces droits par rapport aux résultats de l'application de la méthode d'évaluation de la valeur relative.

En Ontario, les bourses reconnues et les SNP sont assujettis à un protocole d'examen et d'approbation de l'information fournie conformément aux Annexes 21-101A1 et A2, y compris les droits⁷⁰. Il est proposé qu'en Ontario ces protocoles soient modifiés pour exiger que les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels soient approuvés de nouveau chaque année et qu'un avis soit publié pour indiquer la méthode d'évaluation des droits. Compte tenu des différences de démarche dans chaque territoire représenté au sein des ACVM, nous estimons qu'il s'agit de la meilleure façon de mettre en œuvre la méthode. Toutes les bourses et tous les SNP sur lesquels se négocient des titres de capitaux propres au Canada seraient visés, à l'exception de la Bourse de croissance TSX. La Colombie-Britannique et l'Alberta, qui réglementent cette bourse conjointement, étudieront aussi la possibilité d'adopter la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

ii) La méthode d'examen des droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels

Selon la méthode, nous proposons que les marchés soient classés en fonction de leur contribution à la formation des cours et de leur activité de négociation. Des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs seraient établis pour chaque marché en fonction de ce classement. Cette méthode instaurerait une démarche cohérente et transparente d'examen des droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels pour tous les marchés qui demandent l'approbation ou une nouvelle approbation de ces droits. Elle réglerait les problèmes entourant ces droits, qu'ils soient attribuables à l'application du RPO ou au manque de concurrence. La méthode

⁷⁰ Le protocole standard d'examen et d'approbation actuellement applicable aux bourses reconnues en Ontario peut être consulté au http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/notices_20121004_exchange_protocol.pdf et la version applicable aux SNP au http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/notices_20121004_atc_protocol.pdf.

complète est présentée à l'Appendice A-2 et ses principaux éléments sont résumés ci-après. Le calcul comporte trois étapes. La première consiste à calculer les mesures avant et après les opérations, la deuxième à classer les marchés et la troisième à attribuer des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs pour les droits relatifs aux données de marché.

Première étape – Calcul des mesures avant et après les opérations

La première étape consiste à calculer les mesures avant et après les opérations à utiliser dans les formules de classement. Le principe sous-jacent de chacune de ces mesures est qu'il faut récompenser également la contribution à la formation des cours et à la liquidité avant et après les opérations. Voir l'Appendice A-2 pour les détails.

Les mesures avant les opérations proposées récompensent principalement les marchés qui contribuent à la formation des cours (et de la taille) au meilleur cours acheteur et vendeur national sur l'ensemble du marché (tête du registre). Elles ne récompensent aucune autre profondeur à d'autres cours. Pour en rendre compte, nous avons envisagé d'inclure une mesure de la valeur des cinq premiers cours avant les opérations comme indicateur de la profondeur du marché hormis le meilleur cours. Toutefois, nous ne sommes pas convaincus que des mesures de la profondeur du registre produiraient des résultats différents, surtout si elles donnent plus de poids au meilleur cours acheteur et vendeur national ou aux cours proches. Nous avons aussi tenu compte de la complexité supplémentaire qu'entraînerait l'intégration de l'information sur la profondeur du registre dans les calculs. On trouvera un exemple de mesure de la profondeur que nous avons envisagée à l'Appendice A-2.

Deuxième étape – Classement des marchés en fonction de leur part relative des ordres et des mesures des opérations

L'étape suivante consiste à utiliser une combinaison de mesures avant et après les opérations pour classer les marchés en fonction de leur contribution relative à la formation des cours et à la liquidité (selon leur part relative des diverses mesures). Trois méthodes de classement fondées sur différentes mesures sont présentées à l'Appendice A-2. Nous précisons que, malgré les différences de combinaison des mesures ou des pondérations, les essais des trois méthodes ont donné des résultats très proches.

Troisième étape – Attribution de droits estimatifs ou d'une fourchette de droits estimatifs en fonction du classement

Une fois le classement établi, la dernière étape proposée consiste à évaluer la relation entre les droits relatifs aux données de marché existants ou proposés et la part relative des ordres et de l'activité de négociation du marché. Cette étape attribue au marché des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs qui rendent compte de sa part relative d'un montant de référence total pour les données de marché en temps réel au Canada (données de niveau 1 et de niveau 2).

À cette fin, nous avons mis deux méthodes à l'essai :

- *Montant de référence canadien* – La première méthode regroupe les droits relatifs aux données de marché facturés par chaque marché dans un « panier » qui est ensuite redistribué en fonction des trois méthodes de classement décrites à l'Appendice A-2. Cette méthode part du principe que le montant total des droits relatifs aux données de marché actuellement facturés par les marchés est raisonnable.
- *Montant de référence international* – La seconde méthode reposerait sur des comparaisons internationales pour déterminer des droits relatifs aux données de marché moyens pour 100 millions de dollars négociés. Cette méthode part du principe que la valeur des données des homologues internationaux est relativement comparable à celle des bourses canadiennes et que la valeur de ces données est relative à celle des titres négociés sur les bourses.

Nous signalons que nous pourrions finalement décider que ces deux méthodes ne conviennent pas. À notre avis, un des principaux éléments de cette proposition est l'établissement et la mise à jour d'un montant de référence approprié à utiliser pour appliquer le modèle de distribution, autrement dit, l'établissement d'une estimation appropriée de droits équitables et raisonnables pour les données de marché en temps réel de niveau 1 et de niveau 2 de tous les marchés du Canada. Nous souhaitons recueillir des commentaires sur tous les aspects de la méthode d'examen proposée des droits relatifs aux données (**l'Appendice A-2 contient des questions précises sur les détails de la méthode**), mais nous précisons qu'il est important de nous soumettre des commentaires détaillés sur la façon d'établir un montant de référence approprié. Nous envisageons d'engager un expert du secteur pour analyser la question et établir ce montant.

Question 24 : La mise en œuvre de la méthode d'examen des droits relatifs aux données réglerait-elle adéquatement les problèmes entourant ces droits ou faut-il envisager d'autres solutions? Veuillez fournir des détails sur toute solution de rechange.

2. Autres mesures à l'étude concernant les droits relatifs aux données de marché

Outre la proposition de mettre en œuvre une méthode officielle, nous étudions des mesures pour répondre aux questions que pourraient soulever les frais de négociation facturés aux utilisateurs non professionnels. Bien qu'il ne soit pas directement lié au RPO, nous jugeons nécessaire de considérer le niveau des droits facturés à ces utilisateurs au Canada pour nous acquitter de notre mandat de favoriser des marchés équitables et efficaces et de renforcer la confiance dans ces marchés, et faire en sorte que les investisseurs aient accès à ces données à un coût raisonnable. Par ailleurs, nous avons indiqué dans le document sur les droits relatifs aux données que nous

examinerions ultérieurement les questions soulevées par ces droits pour les utilisateurs non professionnels⁷¹.

Depuis la publication du document sur les droits relatifs aux données, nous avons comparé les droits facturés aux utilisateurs non professionnels par les bourses d'inscription aux droits facturés aux États-Unis et dans d'autres pays. Il semble que les abonnés non professionnels obtiennent au Canada beaucoup moins de rabais sur les droits facturés aux abonnés professionnels, en pourcentage, que leurs homologues américains et internationaux.

Par exemple, en examinant les rabais généralement accordés sur les droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés non professionnels par les marchés canadiens de titres de capitaux propres, nous avons constaté qu'en moyenne ces droits représentent souvent environ 20 % et 40 %, pour les données de niveau 1 et de niveau 2 respectivement, des droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels. En dollars, les droits de chaque marché qui facture actuellement les abonnés non professionnels vont de 2 \$ à 6 \$ par utilisateur mensuellement pour le niveau 1 et de 2 \$ à 36 \$ par utilisateur mensuellement pour le niveau 2.

Bien qu'un rabais soit consenti sur les droits facturés aux utilisateurs de données non professionnels au Canada, les comparaisons internationales révèlent l'existence de rabais plus appréciables. Par exemple, pour acquérir des données en temps réel consolidées de niveau 1 des agences de traitement de l'information aux États-Unis, les utilisateurs non professionnels paient au total 3 \$ par mois, ce qui leur donne accès aux cours et au dernier cours de niveau 1 de toutes les bourses américaines de titres de capitaux propres, soit 1 \$ pour le Network A (titres inscrits à la cote de la NYSE), le Network B (NYSE MKT) et le NASDAQ UTP (titres inscrits à la cote du NASDAQ). Ces taux représentent environ 2 à 5 % des droits facturés par les agences de traitement de l'information aux utilisateurs professionnels pour accéder aux mêmes données.

En Europe, les rabais consentis aux utilisateurs de données non professionnels se traduisent souvent par des droits qui représentent de 1 à 5 % des droits facturés aux abonnés professionnels pour les mêmes données de niveau 1 et de niveau 2, mais qui peuvent être plus élevés au niveau inférieur de programmes à plusieurs niveaux de volume. Cependant, même lorsqu'ils sont plus élevés dans ces programmes, les résultats indiquent toujours que les abonnés non professionnels profitent de rabais plus substantiels sur les droits facturés aux abonnés professionnels que ce n'est généralement le cas au Canada. On trouvera davantage de résultats de notre analyse à l'Appendice A-3.

⁷¹ Dans le cadre de l'examen des droits relatifs aux données de marché pour le document sur les droits relatifs aux données, nous nous sommes penchés sur les droits facturés aux utilisateurs non professionnels au Canada, mais comme leurs besoins en données de marché et l'usage qu'ils en font sont très différents, nous avons jugé que nous ne pourrions pas apporter de réponse adéquate aux préoccupations exprimées par ces deux catégories d'utilisateurs (les professionnels et les non professionnels) dans un seul document. Nous avons donc décidé de remettre à plus tard les travaux sur les droits relatifs aux données facturés aux utilisateurs non professionnels.

Pour réduire cette disparité, nous étudions un plafond qui obligerait les marchés à facturer les abonnés non professionnels à un taux fixé en pourcentage des droits examinés ou approuvés pour ses abonnés professionnels. Nous pourrions aussi utiliser une méthode analogue à celle qui est proposée ci-dessus pour les droits relatifs aux données facturés aux abonnés professionnels.

Question 25 : Avez-vous, à l'égard des droits relatifs aux données de marché facturés aux abonnés non professionnels, des préoccupations auxquelles les autorités en valeurs mobilières devraient répondre? Dans l'affirmative, quelle solution préconisez-vous?

3. Autres options proposées dans le document sur les droits relatifs aux données

Le document sur les droits relatifs aux données envisageait plusieurs options pour régler les problèmes liés à ces droits. Elles tombent dans les catégories suivantes. Nous exprimons notre opinion sur chacune d'elles dans le contexte des projets de modifications.

Plafonner les droits facturés par les marchés pour les données de base – À notre avis, la proposition en matière de droits relatifs aux données met en œuvre une version modifiée de cette option, car elle accroîtra la surveillance des droits facturés aux abonnés professionnels pour les données de niveau 1 et de niveau 2, qui constituent dans la pratique les données de base.

Plafonner les droits relatifs aux données facturés par chaque marché jusqu'à ce qu'il atteigne un seuil de minimis (en rehaussant les plafonds ou non) – Comme nous l'avons vu, nous ne proposons pas de mettre en œuvre un seuil en dessous duquel les marchés ne pourraient pas facturer leurs données. Nous estimons que la mise en œuvre des modifications du RPO assouplirait l'accès aux ordres des marchés non protégés et l'utilisation de leurs listes de données. Les résultats pourraient être assez semblables à ceux obtenus par la mise en œuvre d'un seuil pour les droits relatifs aux données.

Réglementer ou plafonner les droits relatifs aux données consolidées vendues par une agence de traitement de l'information ou un fournisseur de services ou par leur intermédiaire, ou exiger la création d'un service de données fonctionnant selon le principe du recouvrement des coûts – À notre avis, la pleine application de la proposition en matière de droits relatifs aux données permettra probablement d'obtenir certains avantages de ces options. Nous étudions la possibilité d'exiger la création d'un service de données, mais il s'agit d'un projet à plus long terme, compte tenu de sa complexité et de la nécessité d'apporter des modifications législatives et de prendre de nouveaux règlements dans de nombreux territoires. Entre-temps, si les intervenants du secteur estiment qu'un service de données est le meilleur mécanisme pour gérer les données et leurs coûts, nous les encourageons à s'entendre sur une proposition pour discussion.

Publier les modifications des droits relatifs aux données et des barèmes pour consultation – Nous envisageons toujours cette option. Il pourrait être approprié ou non de publier les droits relatifs aux données et les barèmes pour consultation, selon les circonstances, et nous craignons que les commentaires des intervenants ne portent principalement sur des questions commerciales plutôt que réglementaires. Nous signalons que, lorsque de nouveaux barèmes de frais de négociation ont été proposés, le personnel de la CVMO les a publiés pour consultation dans les cas appropriés. Nous pourrions emprunter une démarche analogue pour les droits relatifs aux données.

IV. SOLUTIONS DE RECHANGE ENVISAGÉES

Pour formuler la démarche proposée dans le présent avis, nous avons étudié des solutions de rechange aux problèmes soulevés. La première aurait uniquement supposé de modifier le RPO. Les options envisagées allaient du resserrement de son champ d'application (par exemple, selon les types ou les catégories de liquidité des titres, les ordres provenant des clients ou non, la taille des ordres ou un seuil de protection) à son abrogation pure et simple et à son remplacement par les obligations de meilleure exécution. L'efficacité de ces options pour régler le problème de la captivité des clients et celui des avantages réglementaires serait tributaire des moyens employés et de la portée du resserrement du champ d'application. Resserrer le champ d'application du RPO aurait toutefois réduit l'importance du régime comme élément fondamental de la réglementation. Se contenter de le modifier n'aurait pas non plus contribué à régler les problèmes liés à la négociation et aux droits relatifs aux données qui sont abordés dans le présent avis.

La deuxième solution consistait à ne pas modifier le RPO et à réglementer plus directement l'accès, la négociation et les coûts des données. Elle aurait eu pour objet de réduire les coûts découlant en partie du régime, mais n'aurait pas permis de régler les problèmes sous-jacents de la captivité des clients et des avantages réglementaires. Elle aurait en revanche permis de régler certains autres problèmes soulevés par la négociation et les droits relatifs aux données dont il est question dans le présent avis. Certaines options envisagées consistaient notamment à plafonner les divers types de frais des marchés, à supprimer les rabais sur les frais de négociation et à fixer des seuils que les marchés auraient dû atteindre pour pouvoir facturer certains droits. D'autres options concernant les droits relatifs aux données, qui sont décrites dans le document sur les droits relatifs aux données et abordées ci-dessus, étaient également sur la table.

La troisième solution, qui combine les deux précédentes, est la démarche proposée dans le présent avis. Comme nous l'avons vu, les modifications proposées du RPO visent à le maintenir comme élément fondamental de notre régime réglementaire, tout en donnant aux courtiers davantage de souplesse pour déterminer s'il convient de négocier sur certains marchés afin de réaliser la meilleure exécution pour leurs clients. Nous essayons ainsi de régler certains problèmes de captivité des clients et d'avantages réglementaires. La démarche proposée vise aussi à régler les problèmes

liés aux frais de négociation qui peuvent survenir dans le contexte du RPO ainsi que d'autres questions relatives aux paiements de rabais par les marchés. La proposition en matière de droits relatifs aux données vise à répondre aux principales préoccupations exprimées, lors de nos consultations, par les intervenants qui ont commenté le document sur les droits relatifs aux données et participé aux entrevues pendant l'examen du RPO.

Question 26 : Les modifications du RPO consistant à introduire un seuil tout en réglant les questions liées aux frais de négociation et aux droits relatifs aux données constituent-elles une bonne façon de régler les problèmes soulevés? Dans la négative, veuillez décrire en détail votre solution de rechange.

Question 27 : Quel impact la démarche proposée devrait-elle avoir sur vous, votre organisation ou vos clients? Le cas échéant, quel impact aurait-elle sur vos coûts?

Question 28 : Par rapport aux autres solutions décrites, la démarche proposée est-elle une manière efficace de soutenir un marché concurrentiel qui encourage les marchés à faire preuve d'innovation? Veuillez fournir des explications.

A. Réglementation des autres frais des marchés ou des questions opérationnelles dans le contexte du RPO

Nous avons également envisagé d'autres options relatives à certains frais des marchés et questions opérationnelles dans le contexte du RPO. Elles se rapportent aux problèmes soulevés ou aux préoccupations exprimées lors des entrevues que nous avons menées pendant l'examen du RPO et de notre surveillance continue des marchés et de la structure du marché.

i) Frais d'adhésion et de connectivité

La proposition susmentionnée prévoit des mesures destinées à réglementer les frais de négociation et les droits relatifs aux données de marché. Dans le cadre de notre examen, nous nous sommes également demandé s'il était nécessaire de réglementer directement les autres frais facturés par les marchés pour accéder à la négociation, notamment les frais d'adhésion et de connectivité. Il pourrait s'agir de plafonner les droits ou de limiter autrement les montants facturés. À cet égard, nous craignons qu'en raison du RPO, voire du modèle d'entreprise de certains courtiers, les participants au marché ne soient obligés de payer des frais d'adhésion et de connectivité élevés.

À ce stade, nous ne proposons pas de prendre de mesures relativement à ces frais. Les modifications proposées du RPO et les obligations de meilleure exécution existantes ne nécessitent pas que chaque courtier devienne membre ou abonné de chaque marché visible ni qu'il se connecte directement à chaque marché pour accéder à la négociation. Elles devraient donner aux courtiers davantage de souplesse pour

déterminer s'il convient de négocier sur les marchés non protégés visibles, ce qui devrait contribuer, dans une certaine mesure, à réduire ces coûts. Nous reconnaissons que le modèle d'entreprise des courtiers influera sur leur adhésion ou leur connexion directe aux marchés. Nous faisons toutefois remarquer que certains ont conclu qu'il n'était pas nécessaire d'adhérer, de maintenir leur adhésion ni de se connecter directement à tous les marchés et qu'il valait mieux utiliser les mécanismes d'acheminement des ordres des marchés ou des arrangements de jitney, ce qui indique que, pour certains tout au moins, il existe des solutions de rechange et des choix. (Ces solutions de rechange et choix entraînent aussi des coûts, dont certains sont probablement dus en partie aux frais d'adhésion et de connectivité des systèmes d'acheminement ou des agents qui exécutent les ordres de jitney.)

Bien que nous ne proposons pas de mesures à l'égard de ces frais pour le moment, nous soulignons que les autorités en valeurs mobilières continueront de les examiner et de les approuver⁷².

Question 29 : Compte tenu de la démarche proposée, est-il nécessaire de prendre d'autres mesures pour réglementer les frais d'adhésion et de connectivité facturés par les marchés? Veuillez motiver votre réponse.

ii) Ordonnement des modifications des systèmes

Au cours de nos consultations, les intervenants ont indiqué que, pour gérer le risque, les autorités en valeurs mobilières devraient imposer des obligations aux marchés en matière d'introduction de nouveaux marchés et de modifications importantes des systèmes. Selon eux, les modifications sont souvent rapprochées ou mises en œuvre sans donner suffisamment de temps aux participants pour faire des essais. Ils avancent que ces obligations permettraient aussi aux courtiers de mieux gérer la planification de leurs ressources technologiques.

Nous signalons qu'en Ontario, l'Avis 21-706 du personnel de la CVMO, *Marketplaces' Initial Operations and Material System Changes*⁷³ indique que le personnel s'attend à ce que les marchés reportent le lancement de leurs activités d'au moins trois mois après la date de publication de l'avis d'approbation, et à ce qu'ils reportent la mise en œuvre des modifications importantes des systèmes pour donner suffisamment de temps aux courtiers et aux fournisseurs de services pour effectuer les travaux et les essais. Nous entendons introduire ces attentes dans des projets de modifications du Règlement 21-101 publiés pour consultation séparément⁷⁴. Nous faisons également remarquer que les modifications du RPO devraient aider les courtiers à mieux gérer certains aspects de la planification de leurs systèmes et les coûts liés à l'accès aux marchés non protégés nouveaux ou existants. Par conséquent, nous ne proposons pas de prendre d'autres mesures à ce stade. Nous suivons l'évolution de la situation pour

⁷² Ces frais doivent être examinés et approuvés en Ontario, de même qu'en Colombie-Britannique et en Alberta pour ce qui est des droits facturés par la Bourse de croissance TSX. Au Québec, ces droits font l'objet d'un examen.

⁷³ Publié dans (2012) 35 OSCB 8928.

⁷⁴ Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 24 avril 2014, Vol. 11, n° 16, p. 270.

déterminer si le protocole de lancement et notre surveillance des modifications des marchés nous permettent de gérer adéquatement les problèmes éventuels.

iii) Responsabilité des marchés / compensation

Les intervenants ont exprimé des préoccupations concernant l'impact du RPO sur la capacité des courtiers de négocier avec les marchés relativement à la responsabilité de ces derniers. Ils indiquent notamment que les marchés se servent du RPO comme moyen de pression pour forcer les courtiers à signer des conventions prévoyant des clauses de responsabilité que ces derniers jugent déraisonnables. D'autres indiquent que les conditions de responsabilité prévues par les conventions des marchés sont désormais inadéquates puisque les marchés ne sont plus mutualisés, mais exercent des activités à but lucratif.

Nous précisons qu'aux États-Unis, la plupart des bourses appliquent des règles qui les autorisent, à leur discrétion, à compenser les pertes de leurs membres résultant des pannes de leurs systèmes ou de la négligence de leur personnel, et que ces règles sont l'objet de débats au sein du secteur. Toutefois, à l'heure actuelle, dans ce pays, les types de pertes en question sont généralement liés aux défaillances des marchés qui se traduisent par l'exécution incorrecte ou l'inexécution des ordres saisis dans leur système. Aucune réglementation américaine n'exige de clauses de compensation. À noter que les règles des bourses canadiennes et les contrats d'adhésion aux SNP n'en prévoient pas non plus.

Dans le cadre de notre examen de cette question, nous avons consulté divers représentants de courtiers et de marchés, séparément des entrevues menées lors de l'examen du RPO, pour voir si les membres du secteur pourraient adopter une position commune sur la compensation des participants au marché, mais ils ne sont pas parvenus à s'entendre. Nous nous sommes penchés sur les aspects réglementaires et avons envisagé de proposer des dispositions obligeant les marchés à établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures prévoyant la compensation raisonnable des participants au marché. Toutefois, compte tenu du rôle des ACVM et des solutions possibles, nous avons décidé de nous contenter pour le moment de miser sur les modifications du RPO pour répondre aux préoccupations exprimées par les courtiers. C'est la superposition du régime qui fait des courtiers des « clients captifs ». Nous estimons par conséquent que les modifications proposées contribueront à atténuer ce problème. Nous ferons le suivi de l'impact des modifications et évaluerons la nécessité de réglementer davantage la responsabilité générale des marchés. Dans l'intervalle, nous encourageons les membres du secteur à collaborer pour trouver une solution commune à ce que certains considèrent comment un problème d'ordre commercial et non réglementaire.

Question 30 : Compte tenu de la démarche proposée, est-il nécessaire prendre d'autres mesures à ce stade pour régler les questions de responsabilité des marchés? Veuillez fournir des explications.

Appendice A-1

Comparaison des volumes actifs et passifs par type de code d'utilisateur, par marché pour la période allant du 1^{er} juin au 30 septembre 2013

Objectif

L'objectif de l'analyse décrite dans le présent appendice était d'établir quelles parties bénéficient de la protection de leurs ordres à cours limité sur chaque marché visible. Comme il est indiqué dans l'Annexe A, les intervenants ont soulevé la question de savoir si les ordres protégés sur les marchés émanent des participants au marché dont la confiance dans l'équité et l'intégrité des marchés a le plus besoin de renforcement. Les intervenants doutent que le RPO ait l'effet escompté si les ordres sont passés par des parties dont la confiance dans l'équité et l'intégrité des marchés est la moins susceptible de souffrir notablement de l'absence de régime.

Description de l'analyse

Pour effectuer cette analyse, nous avons examiné les ratios actif-passif de certaines catégories d'utilisateurs représentatives des négociateurs individuels, institutionnels et professionnels sur diverses périodes et sur chaque marché visible. Nous avons utilisé les données réglementaires reçues et stockées par l'OCRCVM dans le cadre de ses activités de surveillance des marchés. Ces données contiennent des renseignements privés comme les identificateurs de négociateurs (les « codes d'utilisateur »).

Avant de regrouper les données, nous avons tenté d'éliminer d'importantes portions de volume d'opérations ne comprenant pas d'ordres passifs affichés bénéficiant du RPO (par exemple, les applications intentionnelles ou les opérations résultant d'ordre passés à l'ouverture ou à la clôture des enchères sur les marchés au fixage). Le « volume négocié ajusté » qui en résulte a alors été regroupé dans les quatre catégories suivantes :

- (1) « applications intentionnelles » – Contient le volume d'opérations pour les codes d'utilisateur qui ont utilisé l'indicateur d'application intentionnelle¹ (mais non le volume d'opérations pour les applications intentionnelles, qui a été entièrement supprimé pour obtenir le « volume négocié ajusté » décrit ci-dessus). Représentatif du flux d'ordres des clients institutionnels.
- (2) « SDL » – Contient le volume d'opérations pour les codes d'utilisateur qui ont utilisé le type d'ordre « SDL »² sur Alpha IntraSpread. Représentatif du flux d'ordres des clients individuels, compte tenu de la restriction d'Alpha sur l'utilisation de ce type d'ordre aux clients qui répondent à la définition de « client de détail » prévue par les Règles des courtiers membres de l'OCRCVM.
- (3) « pour affichage seulement » – Contient le volume d'opérations pour les codes d'utilisateur qui ont utilisé la propriété d'ordre « pour affichage seulement »³. Représentatif des négociateurs professionnels qui exécutent une stratégie de teneur de marché reposant sur la passation d'ordres passifs.
- (4) « dispensé de la mention à découvert » – Contient le volume d'opérations pour les codes d'utilisateur qui ont utilisé l'identificateur « dispensé de la mention à découvert »⁴. Représentatif des opérations exécutées par des professionnels dans des comptes d'arbitrage, des comptes de tenue de marché formels, des comptes de tenue de marché informels ou de négociation à haute vitesse, et des comptes de facilitation de courtiers.

Tout le reste du volume d'opérations négocié ajusté qui ne tombe pas dans l'une des quatre catégories ci-dessus a été classé dans la catégorie « Autres ». Nous nous attendons à ce que cette catégorie soit représentative d'une variété d'intérêts de négociateurs individuels, institutionnels et professionnels.

1 Selon la définition figurant dans les RUIIM, une « application intentionnelle » est une transaction découlant de la saisie, par un participant ou une personne ayant droit d'accès, d'un ordre d'achat et d'un ordre de vente d'un titre, exclusion faite d'une transaction dans le cadre de laquelle le participant a saisi l'un des ordres à titre d'ordre de jorney.

2 Le type d'ordre SDL (« seek dark liquidity », c'est-à-dire « recherche de liquidité invisible ») est une exclusivité du mécanisme IntraSpread d'Alpha Exchange. Il est conçu pour la négociation avec des ordres invisibles et, si possible, des ordres visibles dans le registre d'ordres à cours limité central. Il est limité aux clients individuels.

3 La propriété d'ordre « pour affichage seulement » garantit que l'ordre ne retire pas activement de liquidité d'un marché.

4 La désignation d'ordre « dispensé de la mention à découvert » est une désignation réglementaire incluse dans les ordres provenant de comptes qui ne sont pas tenus d'indiquer comme telles les ventes de titres à découvert. On trouvera davantage de renseignements sur l'utilisation de cette désignation à http://www.ocrcvm.ca/Documents/2012/37862a81-d93b-4a21-9843-c5fc3ced83f2_fr.pdf

Limites

Compte tenu de certaines limites, les résultats de l'analyse ne sont pas précis, ne visent qu'à donner des indications et ne sont pas définitifs. Par exemple, les quatre catégories susmentionnées n'ont d'autre objet que de représenter certains types d'utilisateurs. Qui plus est, elles se chevauchent, ce qui signifie que, si un code d'utilisateur a utilisé plusieurs des désignations ou propriétés d'ordres ci-dessus, le volume négocié pour ce code tombe dans plusieurs catégories. Nous avons constaté le plus important chevauchement entre les catégories « pour affichage seulement » et « dispensé de la mention à découvert » (c'est-à-dire que les codes d'utilisateur qui ont utilisé la propriété « pour affichage seulement » ont aussi utilisé l'identificateur « dispensé de la mention à découvert »). Nous faisons également remarquer qu'en raison de ce chevauchement, la somme de chacune des quatre catégories et de la catégorie « Autres » dépasse 100 % du volume négocié.

Résultats

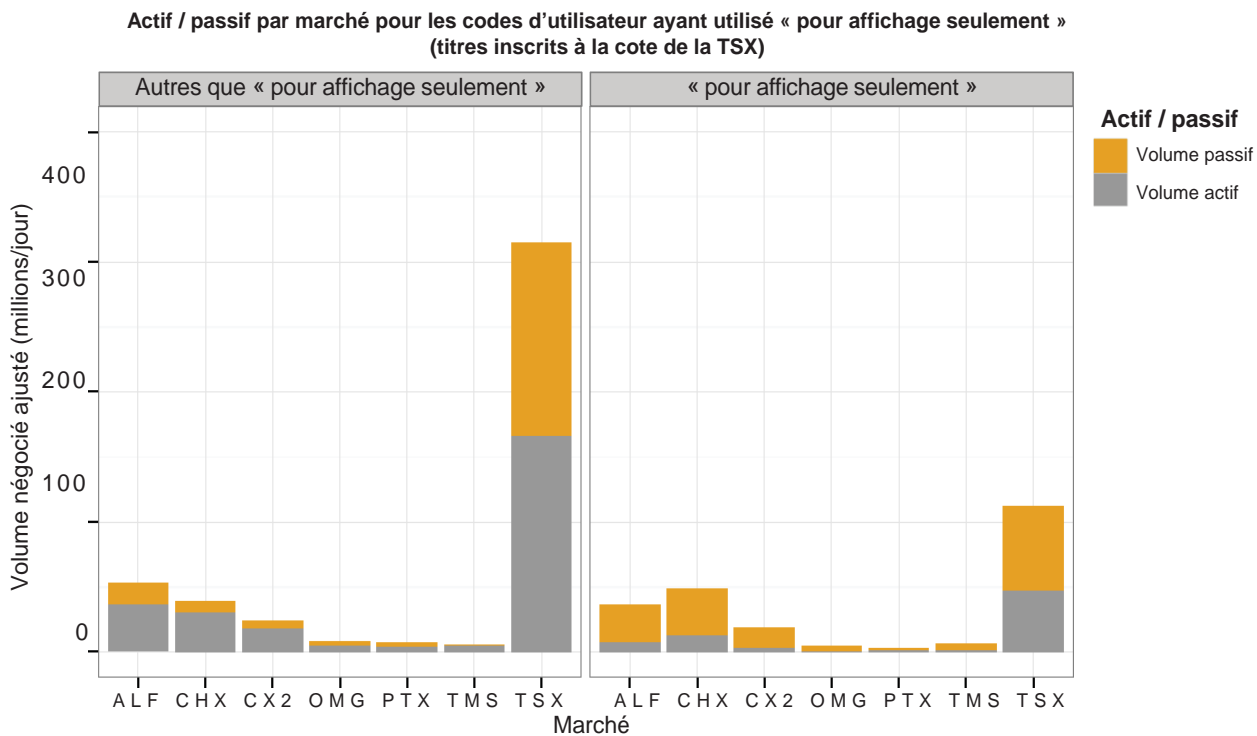
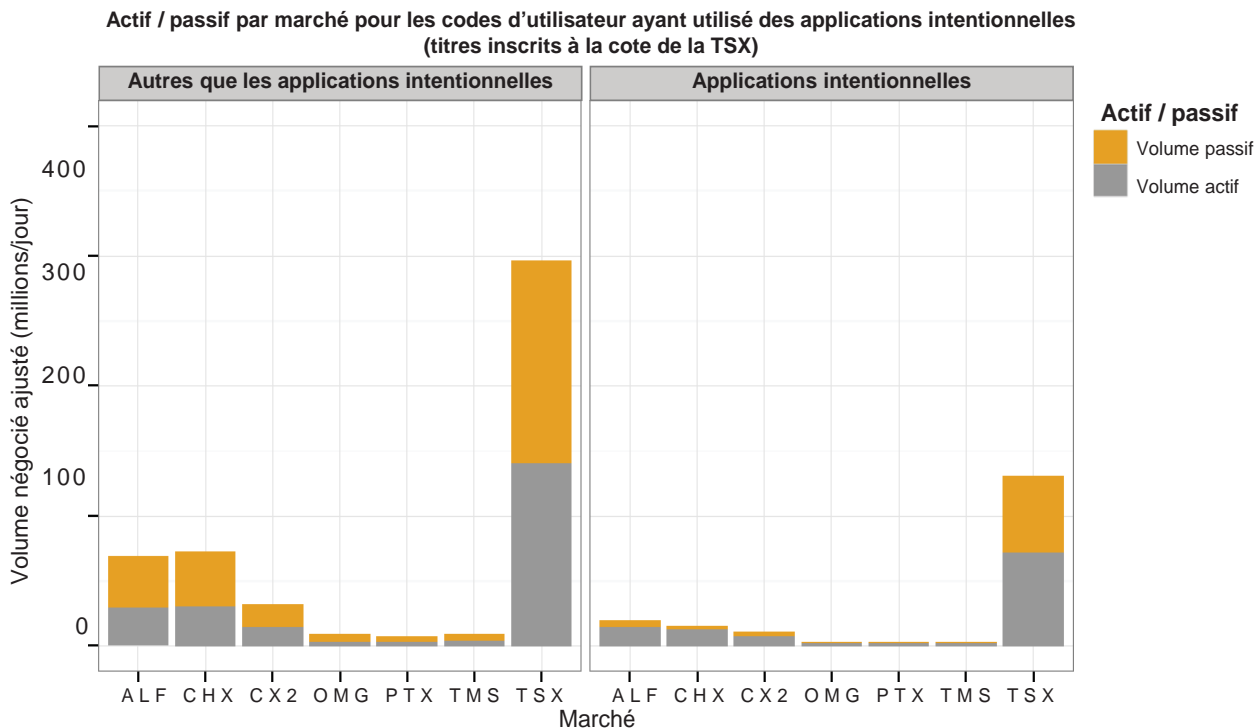
Les résultats de l'analyse effectuée au cours de la plus récente des périodes à l'étude, qui va du 1^{er} juin au 30 septembre 2013, sont contenus dans les graphiques qui suivent. Il ressort de l'analyse que la grande majorité du flux d'ordres passifs affiché par les clients individuels et institutionnels est saisi et négocié sur les marchés d'inscription (par exemple la TSX ou la Bourse de croissance TSX), et qu'un pourcentage bien inférieur du flux d'ordres affiché par ces clients est saisi et négocié sur d'autres marchés. La plus grande partie du flux d'ordres passifs restant qui est négocié sur d'autres marchés semble émaner de négociateurs professionnels qui ont des intérêts à plus court terme. Il ressort également de l'analyse que les ordres actifs négociables des clients individuels et institutionnels sont les plus dispersés sur les marchés, ce qui est révélateur de l'effet du RPO sur le flux d'ordres actifs.

Nous précisons que les résultats de cette analyse sont corroborés par les témoignages anecdotiques recueillis auprès des courtiers lors de nos entrevues en ce qui concerne la passation des ordres passifs de leurs clients individuels et institutionnels. Ils sont également étayés par des analyses similaires que nous avons effectuées au cours des mêmes périodes sur les groupes d'utilisateurs créés par l'OCRCVM dans le cadre de ses recherches sur la négociation à haute vitesse, mais qui ne sont pas représentés dans les graphiques ci-après.

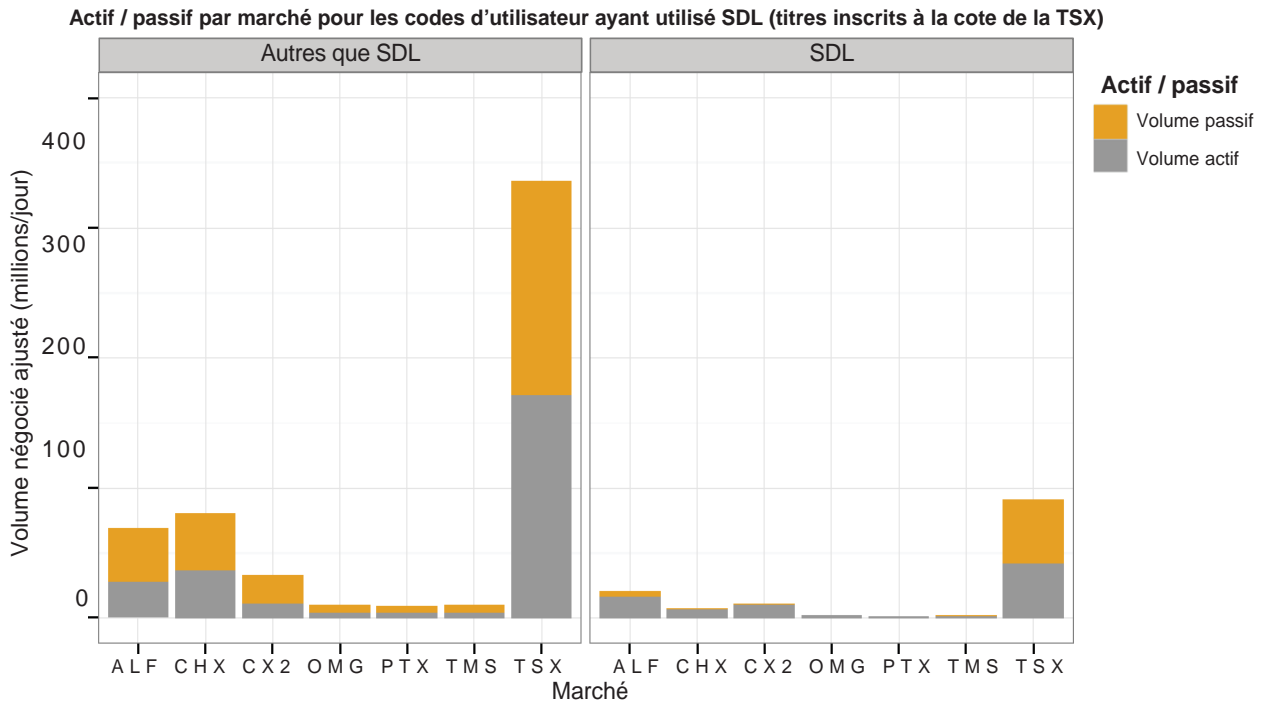
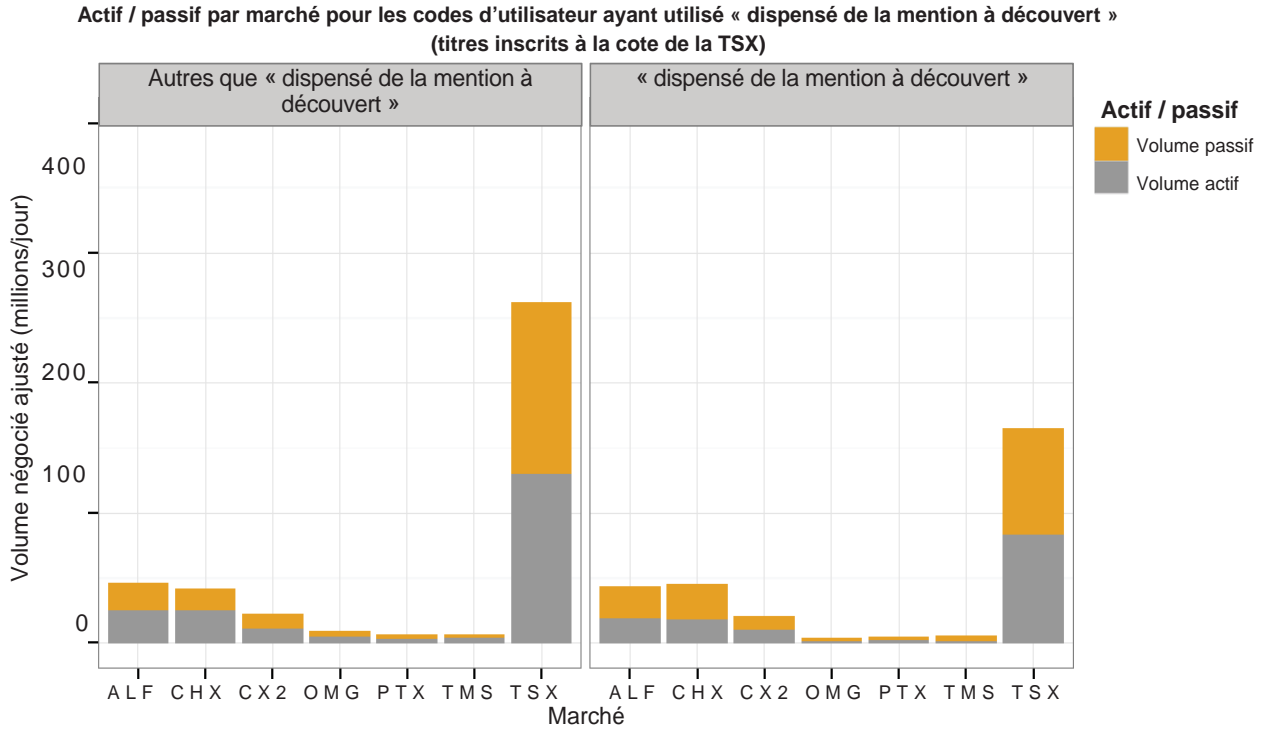
Légende – marchés figurant dans les graphiques suivants :

ALF	Alpha Exchange
TSXV	Bourse de croissance TSX
CHX	Chi-X Canada ATS
CX2	CX2 Canada ATS
OMG	Omega ATS
PTX	Pure Trading
TMS	TMX Select
TSX	TSX

1. Graphiques relatifs à la négociation des titres inscrits à la cote de la TSX du 1^{er} juin au 30 septembre 2013



1. Graphiques relatifs à la négociation de titres inscrits à la cote de la TSX du 1^{er} juin au 30 septembre 2013 (suite)



2. Autres informations sur les données utilisées dans les graphiques précédents (opérations sur les titres inscrits à la cote de la TSX)

Ratio actif / passif pour chaque code d'utilisateur indiqué dans les graphiques (en % du volume négocié ajusté qui était actif)

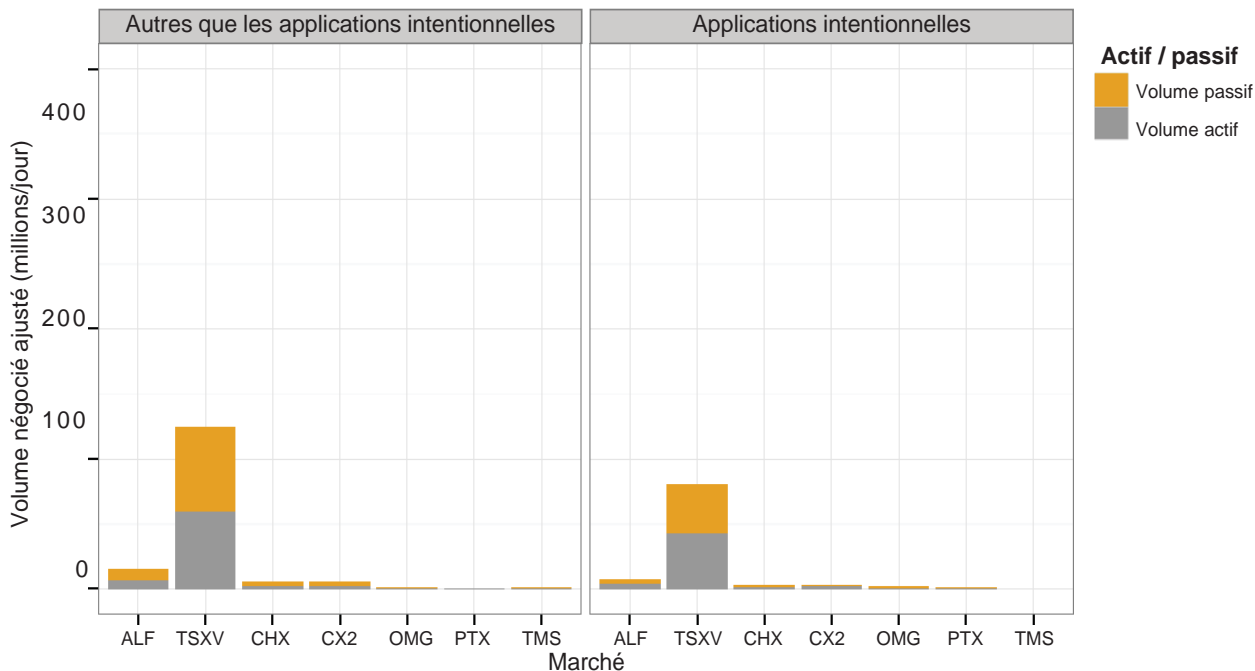
Catégorie de code d'utilisateur	ALF	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	TSX	Sur tous les marchés
Applications intentionnelles	75 %	87 %	68 %	86 %	67 %	75 %	55 %	62 %
« pour affichage seulement »	22 %	27 %	19 %	20 %	35 %	18 %	42 %	33 %
« dispensé de la mention à découvert »	44 %	40 %	48 %	43 %	47 %	33 %	51 %	47 %
SDL	81 %	98 %	96 %	98 %	97 %	96 %	46 %	60 %
Autres	57 %	68 %	85 %	48 %	45 %	86 %	50 %	54 %

% du volume négocié ajusté pour les codes d'utilisateur indiqués dans les graphiques

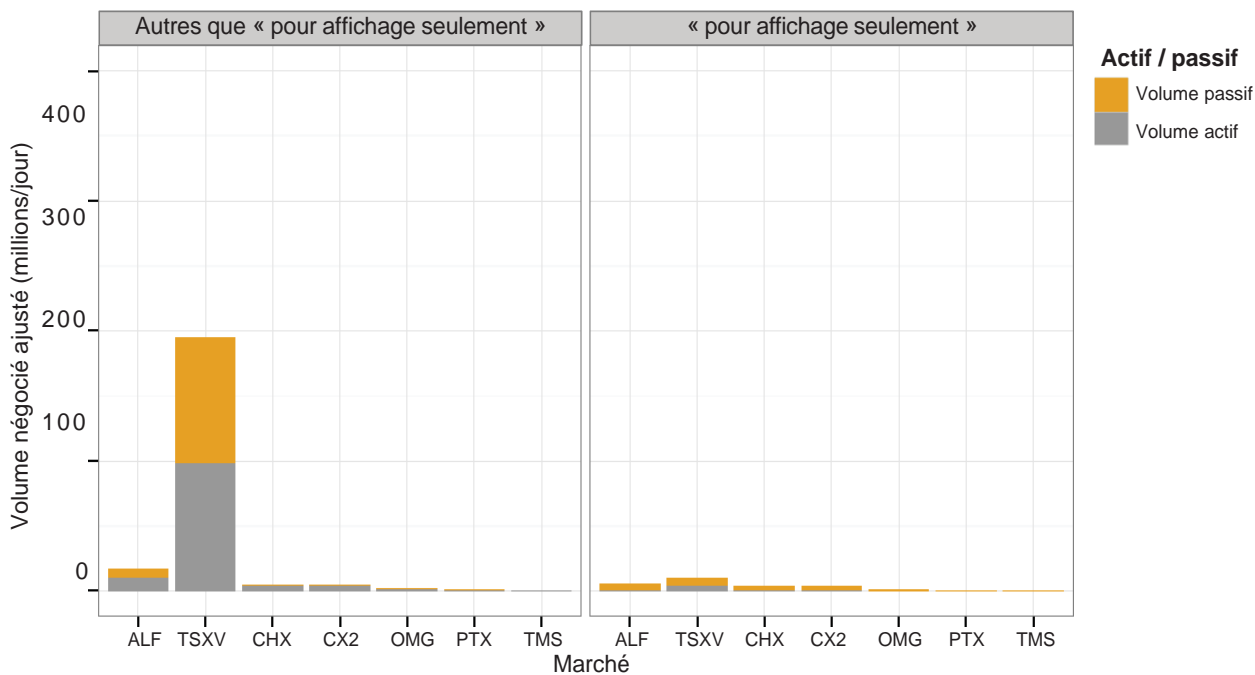
Catégorie de code d'utilisateur	ALF	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	TSX	Total pour tous les marchés
Applications intentionnelles	2,9 %	2,2 %	1,6 %	0,4 %	0,5 %	0,4 %	19,2 %	27,1 %
« pour affichage seulement »	5,3 %	7,2 %	2,8 %	0,6 %	0,5 %	0,9 %	16,5 %	33,7 %
« dispensé de la mention à découvert »	6,3 %	6,7 %	3,0 %	0,5 %	0,6 %	0,8 %	24,3 %	42,3 %
SDL	3,0 %	1,0 %	1,5 %	0,3 %	0,2 %	0,3 %	13,4 %	19,8 %
Autres	2,7 %	2,8 %	0,8 %	0,6 %	0,5 %	0,3 %	17,0 %	24,7 %
Totaux	20,3 %	19,8 %	9,7 %	2,4 %	2,2 %	2,7 %	90,3 %	147,5 %

3. Graphiques relatifs à la négociation des titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX du 1^{er} juin au 30 septembre 2013

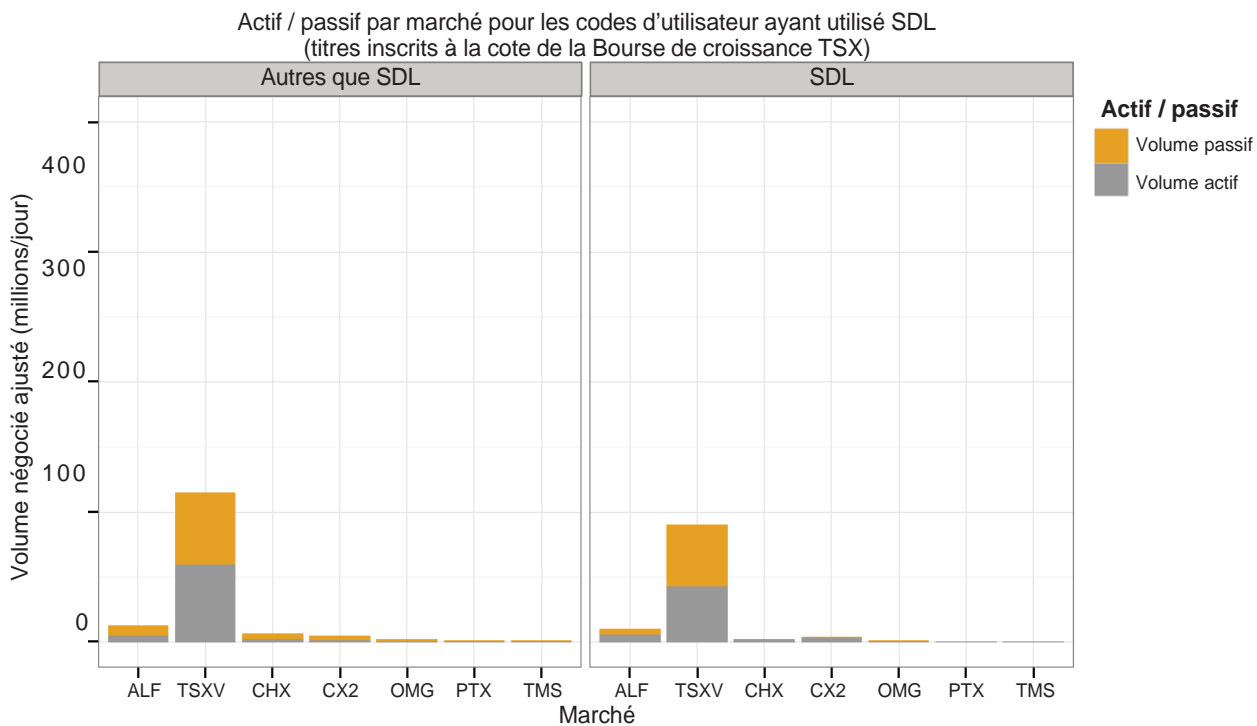
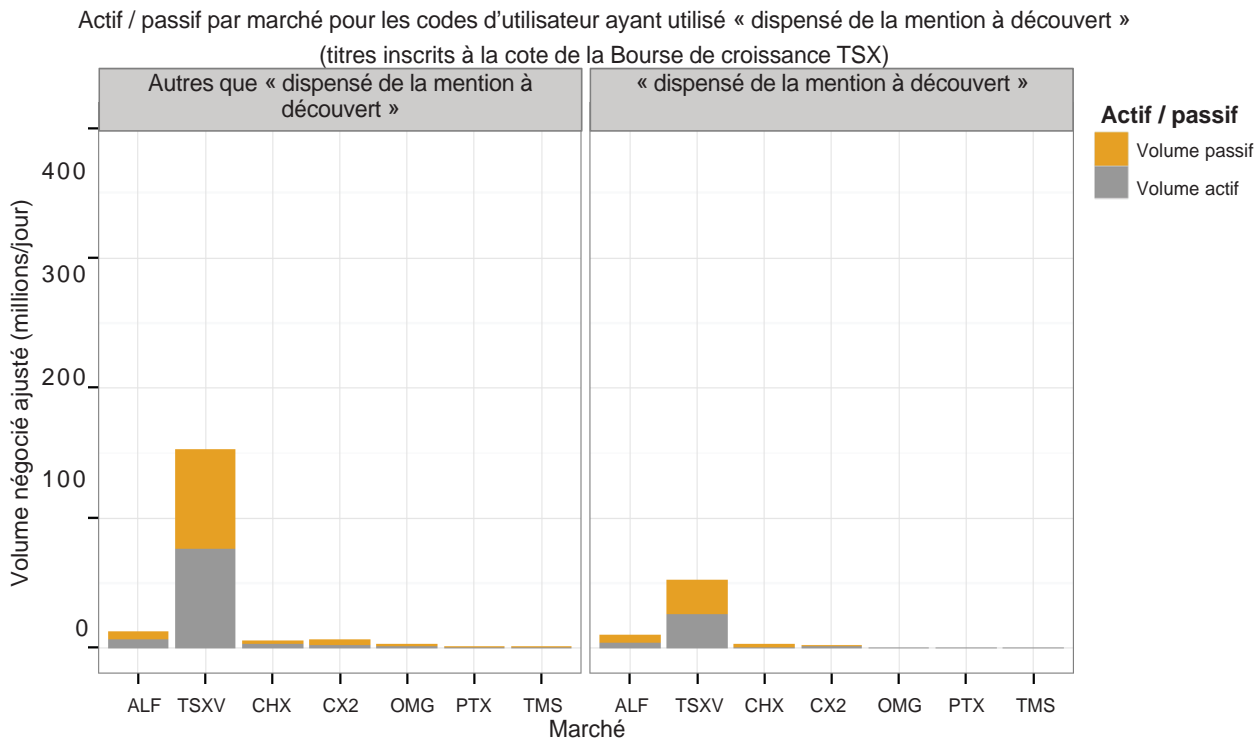
Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé des applications intentionnelles (titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX)



Actif / passif par marché pour les codes d'utilisateur ayant utilisé « pour affichage seulement » (titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX)



3. Graphiques relatifs à la négociation des titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX du 1^{er} juin au 30 septembre 2013 (suite)



4. Autres informations relatives aux données utilisées dans les graphiques précédents (opérations sur les titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX)

Ratio actif / passif pour chaque code d'utilisateur indiqué dans les graphiques (en % du volume négocié ajusté qui était actif)

Catégorie de code d'utilisateur	ALF	TSXV	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	Sur tous les marchés
Applications intentionnelles	58 %	53 %	56 %	83 %	52 %	47 %	84 %	54 %
« pour affichage seulement »	11 %	43 %	10 %	4 %	5 %	20 %	11 %	23 %
« dispensé de la mention à découvert »	44 %	50 %	35 %	85 %	84 %	76 %	58 %	49 %
SDL	58 %	48 %	96 %	88 %	96 %	88 %	88 %	52 %
Autres	69 %	51 %	70 %	74 %	82 %	60 %	76 %	53 %

% du volume négocié ajusté pour les codes d'utilisateur indiqués dans les graphiques

Catégorie de code d'utilisateur	ALF	TSXV	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	Total pour tous les marchés
Applications intentionnelles	3,0 %	32,4 %	1,2 %	1,0 %	0,7 %	0,3 %	0,1 %	38,6 %
« pour affichage seulement »	2,1 %	3,9 %	1,4 %	1,3 %	0,5 %	0,1 %	0,2 %	9,5 %
« dispensé de la mention à découvert »	3,9 %	21,0 %	1,0 %	0,7 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	26,8 %
SDL	4,1 %	36,2 %	0,8 %	1,3 %	0,3 %	0,0 %	0,1 %	43,0 %
Autres	1,5 %	24,7 %	0,7 %	0,4 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	27,6 %
Totaux	14,7 %	118,2 %	5,2 %	4,7 %	1,8 %	0,6 %	0,5 %	145,5 %

Appendice A-2

Méthode d'examen des droits relatifs aux données

Pour établir la contribution relative de chaque marché aux activités avant et après les opérations, nous avons employé certaines mesures, dont plusieurs, décrites ci-dessous, sont utilisées par l'agence de traitement de l'information aux États-Unis, tandis que d'autres ont été proposées par les marchés et les participants au marché pour tenir compte de la contribution des marchés à la formation des cours. Le principe sous-jacent de chaque mesure est que les personnes qui contribuent avant et après les opérations à la formation des cours et à la liquidité devraient être récompensées également. Les mesures seraient employées dans trois modèles de classement sur lesquels nous appuyer pour classer la contribution relative de chaque marché à la formation des cours et à la liquidité. Ces modèles sont décrits ci-après.

Nous avons utilisé les notations suivantes pour les mesures avant et après les opérations et les méthodes de classement :

i = marché transparent

m = nombre total de marchés transparents

t = opérations exécutées sur un marché transparent

n = total des opérations exécutées sur un marché transparent

T = total des opérations exécutées sur tous les marchés transparents

d = séance

D = ensemble des séances au cours de la période

j = actions négociées sur un marché transparent

J = total des actions négociées sur tous les marchés transparents

a. Mesures avant les opérations

- Pourcentage du meilleur cours acheteur et vendeur (MCAV)¹** : le pourcentage de la séance durant laquelle le marché a eu le meilleur cours acheteur (MCA) ou le meilleur cours vendeur (MCV) national pour le titre j . Cette mesure est rééchelonnée de sorte que la somme soit égale à un.

$$\% \text{MCAV}_i = \frac{\text{MCAV}_i}{\sum_{i=1}^5 \text{MCAV}_i}$$

$$\text{MCAV}_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{\text{secondes au MCA}_j + \text{secondes au MCV}_j}{2 * (6,5 * 60 * 60)} * 100$$

¹ La durée au MCAV peut se calculer en fractions de seconde, vu la rapidité des cotations.

Cette mesure récompense les marchés qui restent au MCAV plus longtemps pendant la séance. Bien qu'elle ne soit pas facile à calculer, elle peut s'obtenir à partir de données de cotation standards. Pour que la somme de chaque marché soit égale à 1, les mesures de chacun d'eux sont additionnées de manière à obtenir le pourcentage quotidien au MCAV pour l'ensemble du marché, puis le pourcentage de chaque marché est divisé par ce total pour rééchelonner la mesure à 1.

Cette mesure peut poser problème parce que le marché, sachant que sa performance sera évaluée de cette façon, peut inciter ses participants à « bourrer les cours », c'est-à-dire les récompenser pour afficher de petits ordres qui améliorent légèrement le MCAV courant pendant une milliseconde ou moins. Malgré les récompenses, cette pratique ne contribue pas à la formation des cours. Le marché pourrait aussi y parvenir en introduisant des « ordres liés ». Ces ordres à cours limité ne seraient pas saisis à un cours fixe, mais plutôt « liés » au MCAV courant. De cette façon, le marché s'assure de demeurer au MCAV pendant la majorité de la séance simplement en « suivant » le cours des ordres affichés sur d'autres marchés qui modifient les cours offerts.

- 2. Pourcentage du meilleur écart :** le pourcentage de la séance durant lequel un marché a l'écart le plus faible sur le titre j . Cette mesure est rééchelonnée de sorte que la somme soit égale à 1.

$$\% \text{ écart}_i = \frac{\text{Écart}_i}{\sum_{i=1}^5 \text{Écart}_i}$$

$$\% \text{ écart}_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{\text{secondes à l'écart le plus faible}_j}{6,5 * 60 * 60} * 100$$

Le calcul de cette mesure requiert aussi des données de cotation. Cette mesure tend à récompenser les marchés qui fournissent de la liquidité au MCA et au MCV en établissant l'écart le plus faible sur tous les marchés. Pour que la somme de chaque marché soit égale à 1, les mesures de chacun d'eux sont additionnées de manière à obtenir le pourcentage quotidien à l'écart le plus faible pour l'ensemble du marché, puis le pourcentage de chaque marché est divisé par ce total pour rééchelonner la mesure à 1.

Comme la mesure 1, cette mesure pourrait être manipulée par « bourrage de cours » ou en usant d'ordres liés. Elle présente l'avantage de ne récompenser que les marchés qui affichent les cours autant au MCA qu'au MCV. Un de ses défauts possibles, surtout pour les actions illiquides, est qu'elle pourrait récompenser deux marchés qui affichent le même écart à différents cours acheteurs et vendeurs, quoique cette situation demeure relativement improbable (elle se traduirait par un marché figé ou croisé).

3. **\$Temps(égal)** : le pourcentage du temps-dollar-volume coté sur un marché par rapport au temps-dollar-volume total de l'ensemble des marchés pour la période, seuls les meilleurs cours acheteur et vendeur étant comptés.

$$\begin{aligned} \$Temps(égal)_i &= \frac{Temps_i}{\sum_{i=1}^m Temps_i} Temps_i \\ &= \frac{\sum_{j=1}^J Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCA + Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCA + Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV)} * 100 \end{aligned}$$

Cette mesure tend à récompenser les marchés non seulement qui fournissent de la liquidité au meilleur cours acheteur et vendeur, mais aussi pour la profondeur de la liquidité au MCAV. Le calcul de cette mesure requiert le cours et le volume. Elle présente, sur la mesure Pourcentage du MCAV, l'avantage de ne pas bien récompenser les marchés qui encouragent le « bourrage de cours » pour le peu de liquidité qu'ils fournissent au MCAV. Elle présente peut-être l'inconvénient de ne pas récompenser les marchés qui fournissent de la liquidité à d'autres cours que le MCAV. Avec des cours relativement dispersés, il est possible qu'un marché tentant de manipuler cette mesure offre des incitatifs à apporter de très modestes améliorations au MCAV sans véritablement fournir de profondeur à ces cours.

4. **\$Temps(valeur)** est la même mesure que \$Temps(égal), ci-dessus, sauf que chaque action est pondérée par la valeur négociée au cours de la période, comme l'indique la pondération « p », ci-dessous.

$$\begin{aligned} \$Temps(valeur)_i &= \frac{Temps(v)_i}{\sum_{i=1}^m Temps(v)_i} Temps(v)_i \\ &= \frac{\sum_{j=1}^J [Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV + Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV] * p_j}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (Cours_j * Volume_j * secondes\ au\ MCV + Cours_j * Volume_j * seconde\ au\ MCV) * p_j} * 100 \\ p_j &= \frac{\$Volume_{t,j}}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^J \$Volume_{t,j}} \end{aligned}$$

La pondération par la valeur confère plus d'importance aux actions très négociées et moins à celles qui le sont peu. À la limite, l'action qui ne fait l'objet d'aucune opération n'aura aucun poids dans cette mesure.

5. **Autre mesure avant les opérations non appliquée dans les formules de classement et tenant compte de la profondeur du cours et de la taille**

5-niveau \$Temps est le pourcentage du temps-dollar-volume coté pour chaque marché par rapport au temps-dollar-volume total coté de l'ensemble des marchés pour la période, les 5 niveaux de volume étant comptés, avec les pondérations suivantes :

Niveau du registre	Pondération (p)
1	16x
2	8x
3	4x
4	2x
5	1

$$\text{\$ 5 niveau temps}_i = \frac{\sum_{l=1}^5 p_l * \text{\$ temps}_l}{31} * 100$$

5-niveau \$Temps est la mesure qui nécessite le plus de données, parce qu'elle exige non seulement le cours et le volume disponibles au meilleur cours acheteur et vendeur, mais aussi jusqu'à 5 niveaux outre le MCAV. Cette mesure présente l'avantage de récompenser les bourses qui fournissent de la liquidité au MCAV et aussi à d'autres cours, le MCAV ayant la plus forte pondération. Dans le cas d'écart importants entre les cours acheteurs et vendeurs, la bourse qui fournit très peu d'améliorations à la seule fin de « détenir » le MCAV national serait récompensée pour avoir réduit les écarts, mais elle reconnaîtrait aussi la profondeur fournie par les autres marchés, contrairement à \$Temps.

Question 31 : Compte tenu de l'utilisation prévue de ces mesures avant les opérations dans les divers modèles de classement, constituent-elles des moyens raisonnables d'évaluer la contribution d'un marché à la formation des cours et de la taille? Devrions-nous envisager d'autres mesures? Veuillez fournir des détails.

Question 32 : Les mesures avant les opérations décrites sont-elles appropriées pour les marchés sur lesquels des titres peu liquides sont négociés en majorité? Veuillez décrire les mesures avant les opérations qui leur conviendraient.

b. Mesures après les opérations

1. Pourcentage du volume de chaque marché : le volume négocié sur chaque marché, divisé par le volume total négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\%Volume_i = \frac{Volume_i}{\sum_{i=1}^5 Volume_i} * 100$$

Cette mesure récompense le volume négocié et tend à favoriser les marchés où se négocient des actions à des cours relativement bas, car elle ne tient compte que du

nombre d'actions négociées et non de leur valeur. À la limite, s'il ne se négociait que des actions à faible cours sur un marché, cette mesure gonflerait la part de ce marché sur l'ensemble du marché.

- 2. Pourcentage du nombre d'opérations de chaque marché :** le nombre d'opérations exécutées sur chaque marché, divisé par le nombre total d'opérations sur tous les marchés au cours de la période.

$$\% \text{Nombre}_i = \frac{\text{Nombre}_i}{\sum_{i=1}^5 \text{Nombre}_i} * 100$$

Cette mesure récompense les marchés où se déroule un grand nombre d'opérations. Les marchés pourraient la manipuler en encourageant les négociateurs à fractionner leurs ordres. En pareil cas, ni le volume des opérations ni le volume monétaire négocié ne changeraient, mais le nombre d'opérations augmenterait sensiblement.

- 3. Pourcentage du volume monétaire (valeur) de chaque marché :** le volume monétaire négocié sur chaque marché, divisé par le volume monétaire total négocié sur tous les marchés au cours de la période. Le volume monétaire est le produit du cours par le volume de chaque opération.

$$\% \$Volume_i = \frac{\$Volume_i}{\sum_{i=1}^5 \$Volume_i} * 100$$

$$\$Volume = Cours * Volume$$

Cette mesure tient compte de la valeur des opérations. Elle tend à éviter les biais que peut présenter la mesure du volume. Cependant, en raison de l'obligation de déclarer au marché les applications intentionnelles appariées par les courtiers, il se peut que le marché évalué au moyen de cette mesure offre aux courtiers des incitatifs (comme des rabais sur les frais de négociation) pour qu'ils lui déclarent les applications. De cette façon, le marché enregistrerait une part bien plus importante du volume monétaire sans contribuer nécessairement à la formation des cours avant les opérations.

- 4. Pourcentage de la racine carrée du volume monétaire de chaque opération :** la racine carrée du \$Volume de chaque opération t exécutée sur chaque marché, divisée par la somme de la racine carrée du \$Volume négocié sur tous les marchés au cours de la période.

$$\% \sqrt{\$Volume}_i = \frac{\sqrt{\$Volume_{it}}}{\sum_{t=1}^n \sum_{i=1}^5 \sqrt{\$Volume_i}} * 100$$

La racine carrée du volume monétaire est extraite pour chaque opération. Bien que cette mesure ne soit pas largement diffusée, elle est facile à extraire à partir des relevés d'opérations. Elle réduit l'importance des opérations volumineuses par rapport aux petites opérations, ce qui peut pallier le problème des applications très volumineuses qui gonflent la contribution d'un marché à la formation des cours. Elle présente peut-être l'inconvénient que les opérations sur actions à cours peu élevé (de l'ordre de 1 à 2 \$) ne soient pas du tout réduites et soient donc surreprésentées. Si un marché enregistre un très grand nombre d'opérations de faible valeur, cette mesure gonflerait sa contribution à la formation des cours.

- 5. Étendue de la négociation sur chaque marché :** la moyenne, sur la période, du nombre de symboles négociés plus d'une fois sur chaque marché pendant la séance d , divisée par le nombre de symboles négociés ce jour-là sur tous les marchés.

$$\text{Étendue}_i = \frac{1}{D} \sum_{t=1}^T \frac{\text{Nombre de symboles négociés}_{i,d}}{\text{MAX}[\text{Nombre de symboles négociés}_{i,t}]} \quad i = [1 - 5]$$

L'étendue de la négociation mesure le nombre de symboles faisant l'objet d'opérations sur un marché. Utilisée avec les autres mesures après les opérations, elle présente l'inconvénient de « pénaliser deux fois » les marchés sur lesquels tous les titres ne sont pas négociés. De par sa nature, la portée de la négociation sera très large dans le cas des bourses (comme la TSX) et plus étroite dans les cas des nouveaux marchés qui doivent se gagner des parts de marché sur les actions moins liquides. Bien qu'elle mesure l'« activité » des marchés, le marché sur lequel ne se négocie que la moitié de tous les symboles est, par définition, pénalisé pour ne pas réunir tous les symboles. Ainsi, prise isolément, l'étendue peut être un précieux indicateur des niveaux d'activité des marchés, mais appliquée concurremment avec d'autres mesures, elle peut conférer un avantage disproportionné aux bourses existantes et aux grands SNP.

L'inconvénient de cette mesure est que le marché qui tente d'afficher une étendue aussi proche que possible de 1 (c'est-à-dire que tous les titres cotés y seraient négociés) pourrait récompenser les participants au marché (en leur offrant des crédits ou des rabais en ouverture de séance) pour être les « premiers » de la séance à négocier un titre donné. De cette façon, les marchés pourraient s'assurer au moins une opération sur chaque titre sans contribuer de façon significative à la liquidité ou à la formation des cours.

- Question 33 :** Compte tenu de l'utilisation prévue de ces mesures après les opérations dans les divers modèles de classement, constituent-elles des moyens raisonnables de mesurer la liquidité des marchés? Devrions-nous envisager d'autres mesures? Veuillez fournir des détails.

Question 34 : Les mesures après les opérations sont-elles appropriées pour les marchés sur lesquels des titres moins liquides sont négociés en majorité? Veuillez décrire les mesures après les opérations qui leur conviendraient.

c. Modèles de classement

Afin de classer les marchés selon leur contribution à la formation des cours, nous avons conçu trois modèles à partir des mesures avant et après les opérations. Bien que nous ayons accordé la même importance aux mesures avant et après les opérations, il s'agit d'une décision arbitraire.

- 1. Agence de traitement de l'information – valeur :** la valeur établie selon le modèle de distribution des revenus appliqué par l'agence de traitement de l'information américaine.

$$\left[\frac{\% \sqrt{\text{Volume}_i} + \% \text{Nombre}_i}{2} \right] * 0,5 + \$\text{Temps}(\text{valeur})_i * 0,5$$

Ce modèle intègre les mesures utilisées par l'agence de traitement de l'information américaine pour distribuer les revenus entre les marchés participants. Les mesures après les opérations sont pondérées également et composées de la part de la racine carrée du volume monétaire et du nombre d'opérations qui revient à chaque marché. La pondération de ces deux mesures prises ensemble est de 50 % de la valeur du modèle.

La mesure avant les opérations utilisée est le pourcentage du temps – dollar coté, pondéré par la valeur. Elle a aussi une pondération de 50 % dans le modèle final. La pondération de ce modèle par la valeur négociée de chaque titre confère plus d'importance aux actions qui font l'objet d'un nombre élevé d'opérations, ce qui récompense davantage les marchés qui fournissent de la liquidité dont la majorité est utilisée.

- 2. Agence de traitement de l'information – pondération égale :** le modèle Agence de traitement de l'information – pondération égale est très similaire au modèle Agence de traitement de l'information – valeur, mais au lieu de pondérer les mesures par la valeur négociée sur chaque marché, il attribue une pondération égale à chaque action négociée sur l'ensemble du marché. L'indice obtenu récompense les marchés qui contribuent à la formation des cours sur tout le spectre des actions négociées.

$$\left[\frac{\% \sqrt{\text{Volume}_i} + \% \text{Nombre}_i}{2} \right] * 0,5 + \$\text{Temps}(\text{égal})_i * 0,5$$

- 3. Modèle 3 :** ce modèle est très différent des deux précédents. Pour l'élément après les opérations, il tient compte de la part du volume négocié, de la part du nombre d'opérations et de la part du volume monétaire de chaque marché. Ces trois éléments ont une pondération égale dans l'indice obtenu. Les mesures avant les opérations prises en compte sont le pourcentage de la séance au meilleur écart et celui au MCAV national. Ces deux éléments après les opérations ont une pondération égale. La moyenne des deux mesures avant et après les opérations est multipliée par l'étendue du marché, et le résultat est pondéré pour chaque marché par le nombre de symboles qui y font l'objet d'opérations. Les mesures avant et après les opérations obtenues sont pondérées de façon égale pour arriver à l'indice final.

$$\left[\frac{\%Volume_i + \%Nombre_i + \% \$Volume_i}{3} \right] * \text{Étendue}_i * 0,5 + \left[\frac{\%Écart_i + \%MCAV_i}{2} \right] * \text{Étendue}_i * 0,5$$

Question 35 : Les modèles de classement décrits sont-ils appropriés pour classer la contribution des marchés à la formation des cours et à la liquidité? Devrions-nous envisager d'autres méthodes de classement? Veuillez fournir des détails.

Question 36 : Laquelle des trois méthodes de classement décrites préférez-vous et pourquoi?

d. Attribution de droits estimatifs ou d'une fourchette de droits estimatifs

Les calculs obtenus au moyen de ces méthodes de classement nous serviraient à établir si les droits exigés par un marché (ou ceux qu'il propose d'exiger) sont proportionnels à sa part de l'activité de négociation. Nous reconnaissons que les méthodes que nous proposons peuvent présenter plusieurs difficultés, notamment l'incapacité d'observer directement la véritable « valeur » que les participants au marché attribuent à ces listes de données et la nécessité d'établir des comparaisons internes ou externes.

Nous avons utilisé les deux méthodes suivantes pour calculer les droits estimatifs ou la fourchette de droits estimatifs pour chaque marché.

- (1) Montant de référence canadien – La première méthode consiste à regrouper les droits relatifs aux données facturés par chaque marché dans un « panier ». Les droits qui en résultent sont considérés comme appropriés pour le marché canadien. Le résultat est redistribué en fonction des trois méthodes de classement, ce qui nous donne six droits estimatifs.

Il est difficile d'utiliser cette mesure parce qu'elle ne fournit pas d'évaluation externe des données sur les titres canadiens. Si tous les droits relatifs aux données de marché sont surévalués au Canada, cette méthode ne procurera pas de mesure neutre de la véritable valeur des

droits facturés par les marchés. Elle indiquera plutôt si les données d'un marché sont facturées au-dessus ou en dessous de la « moyenne ».

- (2) Montant de référence international – La seconde méthode consiste à faire des comparaisons internationales pour obtenir une moyenne des droits relatifs aux données facturés pour 100 millions de dollars négociés. Cette méthode part du principe que la valeur des données des homologues internationaux est relativement comparable à celle des bourses canadiennes et que la valeur de ces données est relative à celle des titres négociés sur les bourses. Le résultat est redistribué en fonction des trois méthodes de classement, ce qui nous donne encore six droits estimatifs. Le choix des bourses incluses dans la comparaison aurait une incidence sur l'établissement de la juste valeur des données canadiennes.

Question 37 : Selon vous, les deux méthodes sont-elles raisonnables pour établir le montant de référence des droits relatifs aux données à appliquer à la méthode d'examen de ces droits?

Question 38 : Quelles autres options devrions-nous envisager pour établir le montant de référence? Veuillez fournir des détails.

Question 39 : À quelle fréquence faudrait-il réviser le montant de référence des droits relatifs aux données pour savoir s'il demeure utile?

Appendice A-3

Comparaison des droits relatifs aux données de marché facturés aux utilisateurs non professionnels

Contexte

Le document sur les droits relatifs aux données indiquait que les données de marché en temps réel sont des données avant opérations et après opérations diffusées immédiatement après la saisie, la modification ou l'annulation de l'ordre ou l'exécution de l'opération. Elles servent aux participants aux marchés pour prendre leurs décisions d'opérations et d'acheminement d'ordres. Les données avant opérations fournissent les détails des ordres saisis sur les marchés et indiquent le cours et le volume associés à chaque ordre. Les données après opérations détaillent les opérations exécutées sur un titre.

De manière générale, les marchés fournissent deux types de listes de données en temps réel. Les données de tête du registre, aussi appelées données de niveau 1 (N1), sont l'information sur la dernière vente d'un titre, le meilleur cours acheteur et vendeur, et le volume total de l'offre et de la demande à ces cours. Les données de profondeur du registre, aussi appelées données de niveau 2 (N2), sont l'information sur tous les ordres visibles sur un marché donné (cours et volume) et toutes les opérations.

Les marchés pratiquent des tarifs différents selon que l'utilisateur des listes de données N1 ou N2 est professionnel ou non. Il s'agit des droits d'abonnement. En général, les utilisateurs professionnels sont des personnes physiques et des organisations qui utilisent les données de marché à des fins commerciales (par exemple, les courtiers et leur personnel). Les utilisateurs non professionnels sont des personnes physiques qui se servent des données à des fins personnelles.

En ce qui concerne les droits facturés pour chaque liste de données et type d'utilisateur, les données N2 coûtent généralement plus cher que les données N1, et les données pour les utilisateurs professionnels plus cher que celles pour les utilisateurs non professionnels. En outre, au Canada, les droits facturés pour les titres inscrits à la cote de la TSX sont généralement plus élevés que ceux facturés pour les titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX, tant pour les données N1 que pour les données N2.

Au Canada et à l'étranger, les droits diffèrent également entre les marchés selon la façon dont ils sont facturés. En général, le tarif de la liste la plus chère inclut celui de la

moins chère si l'abonnement comprend les deux (N1 et N2). Toutefois, on trouve certaines exceptions à la règle au Canada¹.

On trouvera ci-après une comparaison des droits facturés aux abonnés non professionnels et aux abonnés professionnels par les marchés de titres de capitaux propres au Canada, avec certaines données comparables internationales.

A. Comparaison des frais facturés aux utilisateurs non professionnels et professionnels

1. Canada

Produits de données par marché d'inscription	Non professionnels	Professionnels	Non professionnels en % des professionnels
Titres sur la TSX			
TSX TL1	6,00 \$	30,00 \$	20,00 %
TSX TL2 MarketBook	36,00 \$	80,00 \$	45,00 %
Chi-X N1	- \$	12,00 \$	0,00 %
Chi-X N2	- \$	30,00 \$	0,00 %
CX2 N1	- \$	- \$	0,00 %
CX2 N2	- \$	- \$	0,00 %
Alpha N1	3,00 \$	15,00 \$	20,00 %
Alpha N2 MarketBook	18,00 \$	48,00 \$	37,50 %
Omega N1 (TSX, Bourse de croissance TSX et CSE)	2,85 \$	2,85 \$	100,00 %
Omega N2 (TSX, Bourse de croissance TSX et CSE)	2,85 \$	2,85 \$	100,00 %
Lynx N1 (TSX et Bourse de croissance TSX)	- \$	- \$	0,00 %
Lynx N2 (TSX et Bourse de croissance TSX)	- \$	- \$	0,00 %
CSE – N1 – tous (dont CSE)	2,40 \$	12,00 \$	20,00 %
CSE – N2 – tous (dont CSE)	20,40 \$	30,00 \$	68,00 %
Titres sur la Bourse de croissance TSX			
Bourse de croissance TSX	6,00 \$	25,00 \$	24,00 %

¹ La TSX et la Bourse de croissance TSX facturent les données N1 et N2 si l'utilisateur achète les données N2. Omega facture ses données N1 et applique un congé de droits à ses données N2. Autrement dit, quiconque achète les données N2 paie les droits des données N1.

CL1			
TSX TL2 MarketBook	30,00 \$	51,00 \$	58,82 %
Chi-X N1	- \$	5,25 \$	0,00 %
Chi-X N2	- \$	10,00 \$	0,00 %
CX2 N1	- \$	- \$	0,00 %
CX2 N2	- \$	- \$	0,00 %
Alpha N1	1,50 \$	7,50 \$	20,00 %
Alpha N2 MarketBook	9,00 \$	24,50 \$	36,73 %
CSE N1 et N2 (titres sur CSE uniquement)	2,00 \$	10,00 \$	20,00 %

2. États-Unis

États-Unis – « Tapes »	Non professionnels	Professionnels	Non professionnels en % des professionnels
CTA - Tape A - N1 (grand utilisateur)	1,00 \$	20,00 \$	5,0 %
CTA - Tape A - N1 (petit utilisateur)	1,00 \$	50,00 \$	2,0 %
CTA - Tape B - N1	1,00 \$	24,00 \$	4,2 %
UTP - Tape C - N1	1,00 \$	23,00 \$	4,3 %
Total (y compris Tape A petit utilisateur)	3,00 \$	97,00 \$	3,1 %
Total (y compris Tape A grand utilisateur)	3,00 \$	67,00 \$	4,5 %

3. International

Produits de données par marché	Non professionnels	Professionnels	Non professionnels en % des professionnels
BATS / Chi-X Europe - N1	- £	20,00 £	0,0 %
BATS / Chi-X Europe - N2	- £	45,00 £	0,0 %
LSE - Membre - N1 (catégorie inférieure - non professionnels)	4,10 £	28,70 £	14,3 %
LSE - Membre - N1 (catégorie supérieure - non professionnels)	0,20 £	28,70 £	0,7 %

professionnels)			
LSE - Membre - N2	6,00 £	105,00 £	5,7 %
LSE – Non membre - N1 (catégorie inférieure - non professionnels)	4,10 £	40,00 £	10,3 %
LSE – Non membre - N1 (catégorie supérieure - non professionnels)	0,20 £	40,00 £	0,5 %
LSE – Non membre - N2	6,00 £	157,50 £	3,8 %
Borsa Italia - N1 (catégorie inférieure - non professionnels)	0,42 €	12,60 €	3,3 %
Borsa Italia - N1 (catégorie supérieure - non professionnels)	0,32 €	12,60 €	2,5 %
Borsa Italia - N2	1,25 €	42,00 €	3,0 %
NASDAQ OMX Nordic - N1	1,00 €	29,00 €	3,4 %
NASDAQ OMX Nordic - Totalview	10,00 €	74,00 €	13,5 %
NYSE Euronext European - N1	1,00 \$	61,00 \$	1,6 %
NYSE Euronext European - N2	1,00 \$	86,00 \$	1,2 %
ASX Total - N2	25,00 \$	55,00 \$	45,5 %
BM&F BOVESPA (liste BOVESPA) - N2	1,50 BRL	90,00 BRL	1,7 %

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

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, art. 331.1, par. 1°, 2°, 8°, 32°, 32.0.1° et 34°)

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

1° par le remplacement, dans la définition de l'expression « fonctionnalité automatisée », des mots « fonctionnalité automatisée » par les mots « fonctionnalité de négociation automatisée »;

2° par le remplacement du paragraphe *a* de la définition de l'expression « offre d'achat protégée » par le suivant :

« *a*) elle est affichée sur un marché qui fournit la fonctionnalité de négociation automatisée et qui remplit l'une des conditions suivantes :

i) il atteint ou dépasse le seuil de part de marché fixé pour l'application de la présente définition par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières;

ii) il n'atteint pas le seuil de part de marché visé au sous-paragraphe *i* et ne le dépasse pas si les conditions suivantes sont réunies :

A) le marché est une bourse reconnue;

B) l'offre concerne un titre inscrit à la cote de cette bourse ou négocié sur celle-ci; »;

3° par le remplacement du paragraphe *a* de la définition de l'expression « offre de vente protégée » par le suivant :

« *a*) elle est affichée sur un marché qui fournit la fonctionnalité de négociation automatisée et qui remplit l'une des conditions suivantes :

i) il atteint ou dépasse le seuil de part de marché fixé pour l'application de la présente définition par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières;

ii) il n'atteint pas le seuil de part de marché visé au sous-paragraphe *i* et ne le dépasse pas si les conditions suivantes sont réunies :

A) le marché est une bourse reconnue;

B) l'offre concerne un titre inscrit à la cote de cette bourse ou négocié sur celle-ci; »;

4° par le remplacement de la définition de l'expression « ordre à traitement imposé » par la suivante :

« « ordre à traitement imposé » : tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'une option, qui remplit les conditions suivantes :

a) lorsqu'il est saisi sur un marché ou acheminé à un marché, l'une des situations suivantes s'applique :

i) il est immédiatement exécuté contre un ordre affiché, et toute tranche non exécutée est inscrite dans un registre ou annulée;

- ii)* il est immédiatement inscrit dans un registre;
- b)* il est désigné comme ordre à traitement imposé;
- c)* il est saisi sur un marché ou acheminé à un marché pour être exécuté contre un ordre affichant le meilleur cours ou, en même temps qu'un ou plusieurs autres ordres saisis sur un ou plusieurs marchés ou acheminés à un ou plusieurs marchés, au besoin, pour être exécuté contre tout ordre protégé à un meilleur cours que l'ordre saisi ou acheminé visé au paragraphe *a*; ».

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

« 4.4. Communication des politiques des courtiers en matière de meilleure exécution

- 1) Le courtier communique les renseignements suivants par écrit à ses clients :
 - a)* la description de l'obligation qui lui incombe en vertu de l'article 4.2;
 - b)* la description des facteurs dont il tient compte pour remplir l'obligation qui lui incombe en vertu de l'article 4.2;
 - c)* la description des pratiques qu'il adopte en matière de traitement et d'acheminement des ordres pour remplir l'obligation qui lui incombe en vertu de l'article 4.2 relativement aux ordres portant sur des titres cotés, à l'exception des options, notamment :
 - i)* le nom de tout marché et chaque type d'intermédiaire auxquels il pourrait acheminer des ordres aux fins de traitement ou d'exécution;
 - ii)* les circonstances dans lesquelles il pourrait acheminer les ordres à un marché ou à un intermédiaire visé dans l'information fournie conformément à la disposition *i*;
 - iii)* la nature de tout droit de propriété qu'il détient ou qu'une entité du même groupe détient sur un marché ou un intermédiaire visé dans l'information fournie conformément à la disposition *i* ou de toute disposition prise avec eux;
 - iv)* dans le cas où les ordres peuvent être acheminés à un intermédiaire visé dans l'information fournie conformément à la disposition *i* en vertu d'une relation contractuelle, les éléments suivants :
 - A) une déclaration selon laquelle les ordres seront assujettis aux pratiques de l'intermédiaire en matière de traitement et d'acheminement;
 - B) une déclaration selon laquelle le courtier a examiné les pratiques de l'intermédiaire en matière de traitement et d'acheminement et est convaincu qu'elles faciliteront la meilleure exécution;
 - C) la description des pratiques de l'intermédiaire en matière de traitement et d'acheminement ou des indications précises sur l'endroit où on peut la trouver;
 - v)* une déclaration selon laquelle, le cas échéant, des frais, des paiements ou une rémunération sont versés au courtier relativement aux ordres acheminés à tout marché ou intermédiaire visé dans l'information fournie conformément à la disposition *i* ou aux opérations qui en résultent ainsi que la description des circonstances dans lesquelles les coûts associés à ces frais, à ces paiements ou à cette rémunération sont transférés au client.
- 2) Le courtier fournit les renseignements visés au paragraphe 1 à chaque catégorie ou type de client pour lequel les facteurs et les pratiques en matière de traitement et d'acheminement visés aux sous-paragraphes *b* et *c* du paragraphe 1 diffèrent sensiblement de ceux de toute autre catégorie ou de tout autre type de client ou de l'ensemble des clients.

3) Le courtier indique expressément ce qui suit dans les renseignements fournis en vertu du présent article :

- a) la catégorie ou le type de client concerné;
- b) la catégorie ou le type de titres concernés;
- c) la date des dernières modifications apportées aux renseignements conformément au paragraphe 5.

4) Le courtier fait ce qui suit :

- a) il met les renseignements visés au présent article à la disposition du public sur son site Web;
- b) il indique clairement aux clients l'emplacement des renseignements sur son site Web;
- c) s'il ne dispose pas d'un site Web pour se conformer aux sous-paragraphes *a* et *b*, il transmet aux clients les renseignements visés au présent article dans les délais suivants :
 - i) à l'ouverture du compte;
 - ii) dans le cas des clients qui ont déjà un compte auprès de lui à l'entrée en vigueur du présent article, au plus tard le 90^e jour après cette date.

5) Le courtier qui fournit des renseignements en vertu du présent article fait ce qui suit :

- a) il révisé les renseignements à une fréquence raisonnable dans les circonstances;
- b) à l'issue de la révision visée au sous-paragraphe *a*, il met les renseignements à jour rapidement pour rendre compte de ses pratiques courantes.

6) Le courtier qui modifie les renseignements qu'il est tenu de fournir en vertu du présent article fait ce qui suit :

- a) pour l'application du sous-paragraphe *a* du paragraphe 4, il indique la modification sur son site Web et l'y conserve pendant 6 mois;
- b) pour l'application du sous-paragraphe *c* du paragraphe 4, il transmet la modification aux clients au plus tard le 90^e jour suivant la révision et la mise à jour visées au paragraphe 5. ».

3. L'article 6.3 de ce règlement est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe 2, des mots « et achemine un ordre vers un autre marché » par les mots « ou achemine l'ordre aux fins d'exécution ».

2° par l'insertion, dans le paragraphe 3 et après les mots « qu'un marché », des mots « affichant un ordre protégé ».

4. L'article 6.5 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« 6.5. Les ordres figés ou croisés

Aucun participant au marché ni aucun marché qui achemine des ordres ou en modifie le cours ne peut intentionnellement saisir aux cours suivants un ordre affiché sur un marché qui est assujéti à l'article 7.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché :

a) dans le cas d'un ordre d'achat, à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée;

b) dans le cas d'un ordre de vente, à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. ».

5. Ce règlement est modifié par l'insertion, après l'article 6.6, du suivant :

« 6.6.1. Les frais de négociation

1) Pour l'application du présent article, l'expression « fonds négocié en bourse » s'entend d'un organisme de placement collectif dont les parts remplissent les conditions suivantes :

a) ce sont des titres inscrits à la cote ou cotés ;

b) elles font l'objet d'un placement permanent conformément à la législation en valeurs mobilières applicable.

2) Aucun marché assujéti à l'article 7.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché ne peut exiger de frais plus élevés que les suivants pour l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur ce marché :

a) 0,0030 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours est supérieur ou égal à 1 \$;

b) 0,0004 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours est inférieur à 1 \$. ».

6. L'article 6.7 de ce règlement est modifié par le remplacement des mots « ordre à un meilleur cours sur un marché » par les mots « ordre protégé à un meilleur cours ».

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

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

PARTIE 1 INTRODUCTION

~~1-1~~1.1. Introduction

La présente instruction générale a pour objet de présenter ~~les vues~~le point de vue des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur diverses questions relatives au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « règlement »), notamment :

- a) l'analyse de l'optique générale que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont adoptée pour formuler le règlement, et de l'objet général de celui-ci;
- b) l'interprétation de divers termes et dispositions du règlement.

~~1-2~~1.2. Les principes de négociation justes et équitables

Le règlement traite de pratiques de négociation précises, mais en règle générale, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières attendent des participants au marché qu'ils traitent de manière ouverte et loyale, selon des principes de négociation justes et équitables.

PARTIE 1.1 DÉFINITIONS

~~1-1-1~~1.1.1. Définition de « meilleure exécution »

1) Dans le règlement, la meilleure exécution s'entend des « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». Pour obtenir la meilleure exécution, le courtier ou le conseiller peut tenir compte de divers éléments, dont les suivants :

- a) le cours;
- b) la rapidité d'exécution;
- c) la certitude de l'exécution;
- d) le coût global de la transaction.

Ces quatre éléments généraux englobent des facteurs plus précis, tels que la taille des ordres, la fiabilité des cotes, la liquidité, l'incidence sur le marché (c'est-à-dire la fluctuation du cours qui découle de l'exécution d'un ordre) et le coût de renonciation (c'est-à-dire l'occasion manquée d'obtenir un meilleur cours lorsqu'un ordre n'a pas été exécuté au moment le plus avantageux). Le coût global de la transaction est censé comprendre, selon le cas, tous les coûts associés à l'accès à un ordre ou à l'exécution d'une opération qui sont à la charge du client, y compris les frais découlant de la négociation des titres sur un marché en particulier, les frais de jockey (c'est-à-dire tous frais versés par un courtier à un autre pour accéder aux négociations) et les coûts de règlement. Les courtages exigés par un courtier feraient également partie du coût de la transaction.

2) Les éléments entrant dans la détermination des « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues » (soit la « meilleure exécution ») et leur poids relatif varient selon les instructions et les besoins du client, le titre concerné et les conditions existantes du marché, et selon que le courtier ou le conseiller doit s'acquitter ou non de l'obligation de meilleure exécution dans les circonstances. Se reporter à l'exposé détaillé présenté à la partie 4 ci-après.

1.1.2. Définition de « fonctionnalité de négociation automatisée »

L'article ~~1-1~~1.1 du règlement prévoit une définition de l'expression « fonctionnalité de négociation automatisée », qui s'entend de la capacité de faire ce qui suit :

- 1) donner suite à un ordre entrant;
- 2) répondre à l'auteur de l'ordre;~~et~~
- 3) mettre l'ordre à jour en transmettant de l'information à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information.

Cette fonctionnalité permet d'exécuter immédiatement et automatiquement tout ordre entrant jusqu'à concurrence de la taille affichée et d'annuler immédiatement et automatiquement la tranche non exécutée de cet ordre sans l'inscrire dans le registre ni l'acheminer ailleurs. Elle ne nécessite aucune intervention humaine dans le traitement des ordres reçus. Le marché pourvu de cette fonctionnalité devrait disposer de systèmes, de politiques et de procédures appropriés pour traiter les ordres "« exécuter sinon annuler »".

1.1.3. Définition d'"« ordre protégé »"

1) Selon la définition, un ordre protégé est "« une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée ~~« Ces offres sont des ordres »~~. Une « offre d'achat protégée » ou une « offre de vente protégée » correspond à une offre d'achat ou de vente visant un titre coté, à l'exception d'une option, qui ~~sont affichés~~est affichée sur un marché fournissant la fonctionnalité de négociation automatisée et sur lesquels pour laquelle de l'information la concernant est fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information, selon le cas, conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché. Une « offre d'achat protégée » ou une « offre de vente protégée » correspond également à une offre affichée sur un marché qui atteint ou dépasse le seuil de part de marché fixé par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières ou à une offre affichée sur une bourse reconnue qui n'atteint pas le seuil de part de marché et qui vise un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci."

2) L'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières appliquera le seuil de façon périodique afin de déterminer les marchés, notamment leurs marchés ou leurs mécanismes, qui atteignent ou dépassent le seuil de part de marché pour l'application de la définition des expressions « offre d'achat protégée » ou « offre de vente protégée ». Le seuil de part de marché sera appliqué au niveau de leurs marchés ou mécanismes lorsque ces marchés se composent de plusieurs registres visibles d'enchères en continu, et ne sera pas calculé pour l'ensemble de leurs marchés ou mécanismes. La liste des marchés qui atteignent ou dépassent ce seuil sera publiée sur le site Web des autorités en valeurs mobilières du Canada et celui du fournisseur de services de réglementation afin que les participants au marché puissent connaître facilement les marchés sur lesquels les ordres affichés sont des ordres protégés conformément au sous-paragraphe i du paragraphe a de la définition des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée ». Une liste à jour sera publiée après chaque évaluation périodique visant à déterminer les marchés qui atteignent ou dépassent le seuil de part de marché, et les participants disposeront d'un délai suffisant avant la date de prise d'effet de la liste publiée pour apporter les changements aux processus opérationnels qui pourraient s'avérer nécessaires.

3) Conformément au sous-paragraphe ii du paragraphe a de la définition des expressions « offre d'achat protégée » et « offre de vente protégée », un ordre protégé correspond également à un ordre affiché sur un marché qui n'a pas atteint le seuil de part de marché lorsque le marché est une bourse reconnue et que l'offre affichée concerne un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci. La liste publiée comprendra également le nom de ces bourses.

4) Les critères relatifs au seuil de part de marché, notamment les détails de la période visée par le calcul ainsi que la date de prise d'effet et la durée des listes publiées, seront également mis à la disposition du public. L'application de ces critères sera surveillée et révisée, et des modifications seront apportées au besoin. Un préavis concernant tout changement apporté à ces critères sera publié.

5) La mention "« affichée sur un marché »" s'applique à l'information sur le volume total déclaré sur un marché. Les volumes qui ne sont pas déclarés, qui constituent une "« réserve »" ou qui sont cachés ne sont pas considérés comme affichés sur un marché. L'ordre doit être fourni de façon à permettre aux autres marchés et participants au marché

d'accéder facilement à l'information et de la verser dans leurs systèmes ou mécanismes d'acheminement des ordres.

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

1.1.4. Définition d'« ordre à cours calculé »

Un « ordre à cours calculé » s'entend de tout ordre dont le cours n'est pas connu au moment de la saisie de l'ordre et n'est pas fondé, directement ou indirectement, sur le cours d'un titre coté au moment où l'engagement d'exécuter l'ordre a été pris. Les ordres visés sont les suivants :

- a) l'ordre au cours du marché, dont le cours est calculé par le système de négociation du marché au moment fixé par ce dernier;
- b) l'ordre au premier cours, dont le cours est le cours d'ouverture déterminé par le marché selon sa propre formule;
- c) l'ordre au dernier cours, qui est exécuté au cours de clôture sur un marché donné, mais saisi avant que ce cours ne soit connu;
- d) l'ordre au cours moyen pondéré en fonction du volume, dont le cours est fixé selon une formule qui mesure le cours moyen sur un ou plusieurs marchés;
- e) l'ordre de base, dont le cours est fonction des cours auxquels une ou plusieurs opérations sur dérivés ont été effectuées sur un marché; ce type d'ordre doit être approuvé par un fournisseur de services de réglementation, ou encore par une bourse surveillant la conduite de ses membres ou un système de cotation et de déclaration d'opérations surveillant celle de ses utilisateurs.

1.1.5. Définition d'« ordre à traitement imposé »

1) L'ordre à traitement imposé informe le marché destinataire qu'il peut donner immédiatement suite à l'action indiquée par le marché ou le participant au marché ayant transmis l'ordre et que l'auteur de l'ordre respecte l'obligation de protection des ordres. Un marché ou un participant au marché peut désigner un ordre à traitement imposé par le sigle OTI. L'auteur de l'ordre peut ajouter des identificateurs donnant au marché les instructions suivantes :

- a) exécuter l'ordre et annuler toute tranche non exécutée au moyen d'un identificateur « exécuter sinon annuler »;
- b) exécuter l'ordre et inscrire dans le registre toute tranche non exécutée;
- c) inscrire l'ordre dans le registre comme ordre passif en attente d'exécution;
- d) éviter l'interaction avec la liquidité cachée au moyen d'un identificateur de contournement, au sens des Règles universelles d'intégrité du marché de l'OCRCVM.

La définition prévoit que plusieurs ordres à traitement imposé peuvent être acheminés simultanément pour exécution contre tout ordre protégé ayant un meilleur cours. En outre, les marchés ou les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul ordre à traitement imposé pour exécution contre la meilleure offre d'achat protégée ou la

meilleure offre de vente protégée. Le marché qui reçoit un ordre à traitement imposé peut exécuter les instructions de l'auteur sans vérifier si d'autres marchés affichent des ordres protégés avec un meilleur cours ni appliquer ses politiques et procédures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours.

2) Que la saisie d'un ordre à traitement imposé soit accompagnée ou non d'un identificateur de contournement, son auteur doit éliminer/exécuter tous les ordres protégés visibles à un meilleur cours avant d'exécuter l'ordre à un cours inférieur. Par exemple, si un marché ou un participant au marché associe un identificateur de contournement à un ordre à traitement imposé pour éviter l'exécution contre la liquidité cachée, l'ordre est assujéti à des obligations de protection des ordres relativement à la liquidité protégée visible. Si un ordre à traitement imposé interagit avec la liquidité cachée, l'obligation d'éliminer/exécuter tous les ordres protégés visibles à un meilleur cours avant d'exécuter l'ordre à un dont le cours est inférieur à la meilleure offre d'achat ou de vente protégée s'applique encore.

1.1.6. Définition d'« ordre non standard »

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

1.1.7. Définition de « transaction hors cours »

Cette définition ne s'applique qu'à une opération exécutée à un cours qui est inférieur à la meilleure offre d'achat ou de vente protégée, sans égard au fait qu'elle soit exécutée sur un marché qui affiche ou non des ordres protégés. Ainsi, une opération exécutée contre un ordre affiché sur un SNP qui n'atteint pas le seuil de part de marché à un cours inférieur à l'ordre protégé doté du meilleur cours constitue une transaction hors cours. Tel n'est pas le cas si elle est exécutée contre un ordre protégé doté du meilleur cours, même s'il existe un ordre doté d'un meilleur cours affiché sur un SNP qui n'atteint pas le seuil de part de marché.

PARTIE 2 LE CHAMP D'APPLICATION ~~DE~~ DU RÈGLEMENT

~~2.1.2.1.~~ Le champ d'application du règlement

Selon l'article 2.1 du règlement, une personne est dispensée de l'application du paragraphe 1) de l'article 3.1 et des parties 4 et 5 du règlement dès lors qu'elle se conforme à des règles similaires établies par une bourse reconnue qui, directement, surveille la conduite de ses membres et prend les mesures d'application des règles établies conformément au paragraphe 1) de l'article 7.1 du règlement, par un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui, directement, surveille la conduite de ses adhérents et prend les mesures d'application des règles établies conformément au paragraphe 1) de l'article 7.3 du règlement, ou par un fournisseur de services de réglementation. Les règles sont déposées par la bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou le fournisseur de services de réglementation et approuvés par l'autorité en valeurs mobilières. Si une personne ne se conforme pas aux exigences de la bourse reconnue, du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou du fournisseur de services de réglementation, la dispense ne s'applique pas et la personne est assujétié au paragraphe 1) de l'article 3.1 et aux parties 4 et 5 du règlement. La dispense du paragraphe 1 de l'article 3.1 ne s'applique pas en Alberta, en Colombie-Britannique, en Ontario, au Québec ni en Saskatchewan, et les dispositions pertinentes de la législation en valeurs mobilières s'appliquent.

PARTIE 3 LA MANIPULATION ET LA FRAUDE

~~3.1.3.1.~~ La manipulation et la fraude

1) Le paragraphe 1) de l'article 3.1 du règlement interdit la manipulation et les opérations trompeuses, car elles peuvent créer une activité de négociation et des cours trompeurs qui nuisent aux investisseurs et à l'intégrité du marché.

2) Le paragraphe 2 de l'article 3.1 du règlement prévoit que, nonobstant le paragraphe 1 de cet article, les dispositions du *Securities Act* de l'Alberta, du *Securities Act* de la Colombie-Britannique, de la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario, de la Loi sur les valeurs mobilières du Québec, et du *The Securities Act*, 1988 de la Saskatchewan, respectivement, visant la manipulation et la fraude s'appliquent dans chacun de ces territoires.

3) Pour l'application du paragraphe 1) de l'article 3.1 du règlement, sans limiter la portée générale de ces dispositions, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, en fonction des circonstances, estimeraient normalement que les activités suivantes entraînent ou créent une apparence trompeuse d'activité de négociation, ou un cours artificiel, à l'égard d'un titre, ou y contribuent :

a) exécuter des opérations sur un titre qui n'entraînent pas de changement de propriétaire véritable. Cela comprend des activités comme les opérations fictives (« wash-trading »);

b) effectuer des opérations ayant pour effet de faire monter ou baisser, ou de maintenir, artificiellement le cours du titre. On trouve dans cette catégorie l'achat de titres ou des offres d'achat de titres à des prix de plus en plus hauts, ou la vente ou des offres de vente à des prix de plus en plus bas, ou la passation d'un ou plusieurs ordres d'achat ou de vente visant :

i) à établir un cours ou une cotation prédéterminée;

ii) à réaliser un cours de clôture bas ou haut ou une cotation de fermeture basse ou haute;

iii) à maintenir le cours, le cours acheteur ou le cours vendeur dans une fourchette prédéterminée;

c) passer un ou plusieurs ordres dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'ils créent une impression artificielle de participation des investisseurs au marché. Par exemple, la passation d'un ordre d'achat ou de vente d'un titre alors qu'on sait qu'un ordre de vente ou d'achat, respectivement, d'à peu près la même taille, à peu près au même moment et à peu près au même prix a été ou sera passé par les mêmes personnes ou des personnes différentes;

d) exécuter des opérations arrangées d'avance qui ont pour effet de créer une apparence trompeuse de marché actif ou d'écarter indûment les autres participants au marché;

e) effectuer une opération dont le but est de reporter le paiement du titre négocié;

f) passer un ordre d'achat ou de vente d'un titre sans avoir la capacité et l'intention :

i) d'effectuer le paiement nécessaire au règlement correct de l'opération, s'il s'agit d'un achat;

ii) de livrer les titres nécessaires au règlement correct de l'opération, s'il s'agit d'une vente.

On trouve notamment dans cette catégorie le resquillage (« free riding »), le tirage à découvert (« kiting » ou « debit kiting »), qui consiste pour une personne à éviter de payer ou de livrer des titres en règlement d'une opération;

g) exécuter une opération ou une manœuvre ou se livrer à une pratique qui entrave indûment le jeu normal de l'offre et de la demande d'un titre ou qui limite ou réduit

artificiellement le flottant d'un titre d'une manière dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle entraîne la fixation d'un cours artificiel;

h) se livrer à toute manipulation au moyen de négociations visant à accroître la valeur d'une position sur dérivés;

i) entrer une série d'ordres sur un titre alors qu'on n'a pas l'intention de les exécuter.

4) Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ne considèrent pas que des activités de stabilisation du marché effectuées à l'occasion d'un placement contreviennent au paragraphe 1) de l'article 3.1 du règlement, si elles se font conformément aux règles du marché où se négocient les titres ou aux dispositions de la législation en valeurs mobilières qui permettent la stabilisation du marché à l'occasion d'un placement.

5) L'article 3.1 du règlement s'applique aux opérations tant sur le marché que hors marché. Pour établir si une opération crée une apparence trompeuse d'activité de négociation à l'égard d'un titre, un cours artificiel ou si elle y contribue, il peut être pertinent de savoir si elle a lieu sur le marché ou hors marché. Ainsi, un transfert de titres à une société de portefeuille qui s'effectue de bonne foi hors marché ne constitue pas, en règle générale, une contravention à l'article 3.1, même s'il s'agit d'un transfert sans changement de propriétaire véritable.

6) Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières sont d'avis que l'article 3.1 du règlement ne fait pas naître de droit privé d'action.

7) Selon les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, l'article 3.1 du règlement couvre la tentative de créer une apparence trompeuse de négociations sur un titre ou un cours artificiel sur un titre, ou une tentative de commettre une fraude.

PARTIE 4 LA MEILLEURE EXÉCUTION

4.1.1. La meilleure exécution

1) L'obligation de meilleure exécution prévue à la partie 4 du règlement ne s'applique pas au SNP qui est inscrit comme courtier, sous réserve qu'il exerce ses activités à titre de marché et que son traitement des ordres des clients se limite à les accepter pour exécution dans le système. L'obligation de meilleure exécution s'applique toutefois au SNP qui agit à titre de mandataire du client.

2) L'article 4.2 du règlement exige que le courtier ou le conseiller qui agit pour le compte d'un client fasse des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution (les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances). Cette obligation s'applique pour tous les titres.

3) ~~Bien que ce Ce~~ qui constitue la « meilleure exécution » ~~dépend des circonstances~~ dépend des circonstances et s'évalue selon le critère des « efforts raisonnables », qui n'exige pas la meilleure exécution pour chaque ordre. Pour respecter le critère des « efforts raisonnables », le courtier ou le conseiller devrait, ~~pour s'acquitter de son obligation de faire des « efforts raisonnables »~~, pouvoir démontrer qu'il a mis en place et respecté des politiques et procédures i) l'obligeant à suivre les instructions du client et les objectifs fixés et ii) établissant ~~un~~ le processus qu'il a conçu pour réaliser ~~atteindre~~ l'objectif de la meilleure exécution. Les politiques et procédures devraient fixer la méthode par laquelle le courtier ou le conseiller détermine s'il a obtenu la meilleure exécution et devraient faire l'objet d'une révision régulière et rigoureuse. Les politiques définissant les obligations du courtier ou du conseiller sont fonction de son rôle dans l'exécution des ordres. Par exemple, dans ses efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution, le courtier devrait tenir compte des instructions du client et de certains facteurs, dont les objectifs de placement du client et sa propre connaissance des marchés et des structures de négociation. Le conseiller devrait lui aussi prendre certains facteurs en considération, notamment l'évaluation des exigences ou des objectifs de placement du client, la sélection des courtiers et des marchés appropriés ainsi que le contrôle régulier des résultats. De plus, les facteurs propres aux

courtiers pourraient également s'appliquer au conseiller qui accède directement à un marché.

4) Lorsque des titres inscrits à la cote d'une bourse canadienne ou cotés sur un système canadien de cotation et de déclaration d'opérations sont intercotés au Canada ou sur une bourse étrangère ou un système étranger de cotation et de déclaration d'opérations, le courtier devrait, dans ses efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution, évaluer s'il convient de tenir compte de tous les marchés à la cote desquels les titres sont inscrits ou sur lesquels ils sont cotés et du lieu de négociation des titres, tant au Canada qu'à l'étranger.

5) Pour s'acquitter de son obligation de meilleure exécution lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés au Canada, le courtier devrait prendre en considération l'information provenant de tous les marchés appropriés, ~~(et pas seulement des marchés auxquels il participe)~~. Il ne s'ensuit pas que le courtier doive avoir accès aux listes de données transmises en temps réel par chaque marché. Cependant, ses politiques et procédures en matière de meilleure exécution devraient inclure ~~l'information relative aux ordres ou aux opérations exécutés sur tous~~ un processus d'appréciation de l'activité sur les marchés appropriés ainsi ~~que l'obligation d'évaluer l'opportunité, selon les circonstances, qu'une évaluation de la nécessité~~ de prendre ~~les~~ des dispositions ~~nécessaires~~ pour accéder aux ordres ~~sur un marché auquel il n'a pas accès~~. Ces dispositions peuvent notamment consister à conclure une entente avec un autre courtier participant à un marché particulier ~~ou à acheminer un ordre vers un marché particulier~~.

6) Dans l'évaluation de la nécessité de prendre des dispositions pour accéder aux ordres sur un marché auquel il n'a pas accès, le courtier devrait tenir compte de la façon dont la décision d'accéder ou non à ces ordres aura une incidence sur sa capacité à réaliser la meilleure exécution pour ses clients, en fonction de leurs objectifs et besoins. Il devrait décider s'il doit accéder aux marchés qui n'offrent pas de transparence des ordres avant les opérations ainsi qu'à ceux qui affichent des ordres qui ne sont pas des ordres protégés. On s'attend à ce que les politiques et procédures documentées en matière de meilleure exécution indiquent les motifs de la décision d'accéder ou non aux marchés concernés et ces motifs devront être évalués au moins une fois par an pour déterminer s'ils sont toujours raisonnables, voire plus souvent, au besoin, selon l'évolution de l'environnement de négociation et de la structure du marché. Cet examen pourrait nécessiter une analyse des données historiques relatives à l'ordre et à l'activité de négociation sur les marchés auxquels le courtier n'a pas accès. Selon nous, les facteurs à prendre en compte dans cette analyse devraient comprendre la fréquence à laquelle des ordres ayant un meilleur cours sont disponibles sur un marché, la taille et la profondeur des cotations, les volumes négociés, l'impact potentiel sur le marché dans son ensemble et la part de marché (en tenant compte des types et des catégories de titres négociés par les clients, de façon générale).

~~67)~~ Dans le cas des titres cotés à l'étranger qui se négocient sur un marché au Canada, le courtier devrait inclure dans ses politiques et procédures en matière de meilleure exécution l'évaluation régulière de la pertinence de tenir compte du marché et des marchés étrangers sur lesquels les titres se négocient.

~~78)~~ L'article 4.2 du règlement s'applique au conseiller inscrit et au courtier inscrit qui fournit des conseils mais qui est dispensé de l'obligation d'inscription à titre de conseiller.

~~89)~~ L'article 4.3 du règlement exige que le courtier ou le conseiller fasse des efforts raisonnables pour utiliser les mécanismes qui donnent de l'information sur les ordres et les opérations. Par efforts raisonnables, on entend l'utilisation de l'information affichée par l'agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, un fournisseur d'information.

4.2. Communication des politiques des courtiers en matière de meilleure exécution

1) L'article 4.4 du règlement prévoit que le courtier doit communiquer certains renseignements par écrit à ses clients sur ses politiques en matière de meilleure exécution. Les sous-paragraphes a et b du paragraphe 1 de l'article 4.4 s'appliquent à tous les titres, alors que le sous-paragraphe c de ce paragraphe, qui prévoit de l'information plus détaillée

sur les pratiques en matière de traitement et d'acheminement des ordres, s'applique uniquement aux titres cotés, à l'exception des options. Cette différence ne touche que les obligations d'information et non les obligations de meilleure exécution du courtier prévues à l'article 4.2 du règlement, qui s'appliquent à tous les titres.

2) Selon le sous-paragraphe b du paragraphe 1 de l'article 4.4 du règlement, le courtier doit fournir une description des facteurs dont il tient compte pour remplir l'obligation qui lui incombe en vertu de l'article 4.2. Par exemple, on s'attend à ce que les renseignements incluent une description de la façon de prendre en considération les instructions d'un client concernant le traitement, l'acheminement ou l'exécution de ses ordres et de son incidence sur l'exécution pour le client.

3) Les renseignements à fournir conformément aux dispositions i à v du sous-paragraphe c du paragraphe 1 de l'article 4.4 du règlement comprennent la description des pratiques en matière de traitement et d'acheminement des ordres assujettis aux obligations de meilleure exécution (c'est-à-dire les ordres des clients). Selon la disposition i du sous-paragraphe c du paragraphe 1 de l'article 4.4, ces renseignements doivent comprendre l'identité des marchés à qui les ordres sont acheminés, notamment leurs marchés ou leurs mécanismes lorsque ces marchés offrent la négociation sur plusieurs registres visibles d'enchères en continu. On s'attend à ce que les marchés étrangers à qui des ordres sont acheminés soient également identifiés. L'information prévue par cette disposition et visant les types d'intermédiaires à qui le courtier peut acheminer les ordres des clients aux fins de traitement ou d'exécution permet d'identifier les types d'intermédiaires qui exercent les fonctions de courtier pour le traitement et l'exécution des ordres acheminés, que l'intermédiaire soit inscrit ou non à titre de courtier au Canada.

4) Selon la disposition iii du sous-paragraphe c du paragraphe 1 de l'article 4.4, le courtier doit communiquer la nature de tout droit de propriété qu'il détient ou qu'une entité du même groupe détient sur un marché ou un intermédiaire visé dans l'information fournie conformément à la disposition i de ce sous-paragraphe ou de toute disposition prise avec eux. À notre avis, cette information devrait permettre d'identifier précisément tout marché ou intermédiaire sur lequel le courtier ou une entité du même groupe a un droit de propriété.

5) L'information visée à la disposition iv du sous-paragraphe c du paragraphe 1 de l'article 4.4 du règlement vise à assurer aux clients des renseignements sur la façon dont leurs ordres sont traités par les intermédiaires auxquels le courtier confie le traitement ou l'exécution des ordres. Conformément à la sous-disposition C de cette disposition, ces renseignements incluraient la description des pratiques en matière de traitement et d'acheminement des ordres de chaque intermédiaire à qui le courtier achemine des ordres en vertu d'une relation contractuelle, si cette description diffère pour chacun d'eux, ou des indications précises sur l'endroit où on peut la trouver. Cette obligation pourrait être satisfaite en fournissant un lien vers l'endroit où se trouve cette information sur le site Web de l'intermédiaire.

6) En ce qui a trait à l'information visée au sous-paragraphe c du paragraphe 1 de l'article 4.4 du règlement, celle-ci devrait inclure suffisamment de renseignements pour aider les clients à prendre la décision éclairée d'utiliser ou non les services du courtier. On s'attend également à ce qu'il y ait suffisamment de renseignements pour leur permettre de comprendre les situations dans lesquelles le traitement de leurs ordres diffère, la façon dont il diffère et les raisons pour lesquelles il diffère. Ainsi, nous nous attendons à ce que l'information précise aux clients la façon dont leurs ordres seront traités hors des heures normales de négociation, ou les cas dans lesquels les ordres visant des titres peuvent être exécutés sur des marchés étrangers ou traités aux fins d'exécution par d'autres intermédiaires.

7) Le paragraphe 2 de l'article 4.4 du règlement indique que l'information prévue au paragraphe 1 est requise pour chaque catégorie ou type de client pour lequel les facteurs et les pratiques en matière de traitement et d'acheminement des ordres diffèrent sensiblement de ceux de toute autre catégorie ou de tout autre type de client ou de l'ensemble des clients du courtier. On s'attend à ce que les différents types ou catégories de clients reçoivent de l'information de façon distincte au besoin pour leur permettre de décider de façon éclairée

d'utiliser ou non les services du courtier, selon la façon dont les politiques du courtier en matière de meilleure exécution, y compris ses pratiques en matière de traitement et d'exécution des ordres, s'appliquent à ce type ou à cette catégorie de client. Si ces politiques s'appliquent à tous les clients et qu'il n'y a aucune différence importante entre les types ou catégories de clients, il n'est probablement pas nécessaire de fournir de l'information de façon distincte. Le courtier peut fournir au client de l'information propre à celui-ci, et devra probablement le faire pour se conformer au paragraphe 2 de l'article 4.4 du règlement si les politiques en matière de meilleure exécution sont uniques à ce client et diffèrent sensiblement de celles appliqués à d'autres clients.

8) Le paragraphe 4 de l'article 4.4 du règlement établit la façon de fournir les renseignements. Le courtier doit les mettre à la disposition du public sur son site Web ou, s'il ne dispose pas d'un site Web, il doit les transmettre aux clients. S'il met les renseignements sur son site Web, il doit indiquer clairement aux clients leur emplacement sur celui-ci. Tout renseignement transmis par écrit au client conformément au sous-paragraphe c de ce paragraphe peut l'être sous forme électronique si le client y consent. Pour plus d'indications, se reporter à l'Instruction générale 11-201 relative à la transmission électronique de documents.

9) Le paragraphe 5 de l'article 4.4 du règlement établit les obligations relatives à la révision et à la mise à jour de l'information requise en vertu de cet article. L'information doit être révisée à une fréquence raisonnable dans les circonstances. On s'attend à ce qu'une révision de l'information soit effectuée après tout changement dans les politiques et procédures du courtier en matière de meilleure exécution, y compris ses pratiques en matière de traitement et d'acheminement des ordres, qui pourrait modifier raisonnablement les attentes du client concernant les efforts du courtier pour réaliser la meilleure exécution pour son compte.

PARTIE 5 LES SUSPENSIONS DE COTATION

5.1.1. Les suspensions de cotation

L'article 5.1 du règlement s'applique lorsqu'une suspension de cotation à des ~~finis fins~~ réglementaires a été imposée par un fournisseur de services de réglementation, une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations. La suspension de cotation visée à l'article 5.1 du règlement est imposée pour préserver le bon fonctionnement et l'équité du marché, notamment en application d'une politique relative à l'information occasionnelle, ou pour manquement aux obligations réglementaires. Selon les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, un ordre peut être exécuté sur un marché malgré le fait que les opérations sur le titre ont été suspendues parce que l'émetteur du titre a cessé de satisfaire aux critères minimaux d'inscription à la cote ou de cotation ou a omis de payer à la bourse reconnue, ~~au système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, à la bourse~~ ou au système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ~~reconnu pour l'application du règlement et du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (« règlement 21-101 »)~~ les droits relatifs à l'inscription à la cote ou à la cotation de ses titres. De même, un ordre peut être exécuté sur un marché malgré le fait que les opérations sur le titre ont été différées ou interrompues par suite de problèmes techniques ne touchant que le système de négociation de la bourse reconnue, ~~du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, de la bourse~~ ou du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ~~reconnu pour l'application du règlement et du règlement 21-101.~~

PARTIE 6 LA PROTECTION DES ORDRES

6.1. Les obligations des marchés en matière de protection des ordres

1) En vertu du paragraphe 1 de l'article 6.1 du règlement, le marché doit établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours découlant d'ordres saisis sur le marché, peu importe si le marché sur lequel l'ordre est saisi affiche des ordres protégés. Il peut s'acquitter de cette obligation de diverses façons. Par exemple, ses politiques et procédures peuvent empêcher raisonnablement ces transactions en prévoyant des algorithmes d'exécution qui les préviennent ou en établissant volontairement des liens directs avec

d'autres marchés. Les marchés ne peuvent pas se décharger de leurs obligations en établissant des politiques et des procédures qui obligent les participants au marché à prendre des mesures raisonnables pour empêcher les transactions hors cours à leur place.

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

- a) les mesures prises par le marché pour évaluer ses politiques et procédures;
- b) les manquements ou les lacunes rencontrés;
- c) les mesures prises pour corriger les manquements ou les lacunes.

3) Dans les politiques et procédures prévues au paragraphe 1 de l'article 6.1 du règlement, le marché devrait traiter de sa fonctionnalité de négociation automatisée et indiquer la façon dont il traite les réponses tardives qui peuvent résulter d'une panne ou d'un défaut de fonctionnement du matériel ou des systèmes ~~d'un de tout~~ autre marché affichant des ordres protégés. Il devrait également y exposer la manière dont il traitera les ordres à traitement imposé reçus et leurs modalités d'utilisation.

4) La protection des ordres s'applique lorsque au moins deux marchés ~~comportant des ordres protégés sont ouverts~~ qui affichent des ordres assujettis aux règles de transparence avant les opérations prévues à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché sont ouverts, et que les ordres affichés par au moins l'un de ces marchés sont protégés. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation pour les participants au marché qui sont évalués par rapport à un certain cours de clôture. En vertu du sous-paragraphe iii du paragraphe e de l'article 6.2, ces marchés n'ont pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres protégés affichés par un autre marché dans ces circonstances.

6.2.6.2 Les obligations des participants au marché en matière de protection des ordres

1) En vertu de l'article 6.4 du règlement, le participant au marché qui entend recourir aux ordres à traitement imposé doit établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours contournant les ordres protégés, que le marché sur lequel il saisit l'ordre à traitement imposé affiche ou non des ordres protégés. On s'attend de manière générale à ce que ce participant au marché conserve de l'information pertinente permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de ses politiques et procédures. Cette information porterait notamment sur :

- a) les mesures prises par le participant au marché pour évaluer ses politiques et procédures;
- b) les manquements ou les lacunes rencontrés;
- c) les mesures prises pour corriger les manquements ou les lacunes.

Ces politiques et procédures devraient également préciser les circonstances dans lesquelles il convient de recourir aux ordres à traitement imposé ainsi que la façon d'y recourir conformément au paragraphe a de l'article 6.4 du règlement.

2) La protection des ordres s'applique lorsque au moins deux marchés qui affichent des ordres ~~protégés sont ouverts~~ assujettis aux règles de transparence avant les opérations prévues à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché sont ouverts, et que les ordres affichés par au moins l'un de ces marchés sont protégés. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation

pour les participants au marché qui sont évalués par rapport à un certain cours de clôture. En vertu de la disposition C du sous-paragraphe *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement, le participant au marché n'a pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres protégés affichés par sur d'autres marchés dans ces circonstances qui résultent de l'exécution de l'ordre au cours de clôture.

6.3. La liste des transactions hors cours

L'article 6.2 et les sous-paragraphe *i* à *v* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement contiennent une liste de transactions hors cours « autorisées » qui sont principalement conçues pour rendre possible la protection des ordres ainsi que certaines stratégies de négociation et types d'ordres utiles aux investisseurs.

a) i) Le paragraphe *a* de l'article 6.2 et le sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement s'appliquent lorsque le marché ou le participant au marché, selon le cas, a conclu raisonnablement ~~qu'un~~ que le marché affichant l'ordre protégé contourné connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché. Par retard important, on entend le défaut répété d'un marché de répondre à un ordre dès sa réception. Cette disposition vise à laisser de la latitude aux marchés et aux participants au marché lorsqu'ils traitent avec un marché dont les systèmes rencontrent des problèmes techniques (qu'ils puissent être résolus à brève échéance ou non).

ii) En vertu du paragraphe 1 de l'article 6.3 du règlement, il incombe au marché qui connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché d'en informer tous les autres marchés, ses participants au marché, toute agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, tout fournisseur d'information qui diffuse ses données conformément à la partie 7 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, ainsi que les fournisseurs de services de réglementation. ~~Toutefois, s'il~~ Cette obligation s'applique aux marchés qui affichent des ordres protégés et à ceux qui affichent des ordres non protégés. Toutefois, si le marché qui affiche des ordres protégés manque à plusieurs reprises de répondre immédiatement aux ordres reçus et ne diffuse aucun avis pour signaler ses difficultés techniques, le marché qui lui achemine un ordre ou le participant au marché peut, en vertu des paragraphes 2 et 3 de l'article 6.3 du règlement respectivement, conclure raisonnablement que le marché rencontre des problèmes techniques, et se prévaloir en conséquence du paragraphe *a* de l'article 6.2 ou du sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement, selon le cas. En l'occurrence, ils doivent s'en prévaloir conformément à des politiques et procédures établies pour composer avec les réponses tardives des marchés et documenter les motifs de leur conclusion. Le marché qui achemine l'ordre ou le participant au marché ne peuvent plus se prévaloir de ces dispositions si le marché confirme, en réponse à l'avis, qu'il ne rencontre pas de problèmes techniques.

b) Le paragraphe *b* de l'article 6.2 du règlement prévoit une exception à l'obligation, pour les marchés, d'appliquer leurs politiques et procédures afin d'empêcher raisonnablement les transactions hors cours lorsqu'ils reçoivent un ordre à traitement imposé. En particulier, le marché qui reçoit un tel ordre peut immédiatement l'exécuter ou l'inscrire dans le registre (ou toute tranche restante), et ne pas appliquer ses politiques et procédures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours. Toutefois, les politiques et procédures du marché doivent inclure une description du traitement d'un ordre à traitement imposé. Le paragraphe *c* de l'article 6.2 et le sous-paragraphe ~~iii~~ ii du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement prévoient une exception dans le cas où le marché ou le participant au marché achemine simultanément des ordres à traitement imposé pour exécution contre le volume total affiché de tout ordre protégé contourné. Cette exception tient à la possibilité que des ordres à traitement imposé acheminés simultanément ne soient pas exécutés simultanément, ce qui occasionne alors une ou plusieurs transactions hors cours du fait qu'un ordre à un cours moins élevé est exécuté en premier.

c) Le paragraphe *d* de l'article 6.2 et le sous-paragraphe ~~iii~~ du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement prévoient une exception pour cause de variation des marchés. En particulier, l'exception permet la réalisation d'une transaction hors cours lorsque, immédiatement avant l'exécution de l'ordre qui y donne lieu, le marché sur lequel l'ordre a été exécuté affichait le meilleur cours, mais au moment de l'exécution, le marché fluctue et un autre marché affiche ~~le~~ un ordre protégé doté du meilleur cours. Cette exception pour cause de fluctuation des marchés permet, dans certaines circonstances, l'exécution d'un ordre sur un marché dans les limites du meilleur cours acheteur ou vendeur sur ce marché, mais hors des limites ~~du meilleur cours acheteur ou vendeur~~ de la meilleure offre d'achat protégée ou de la meilleure offre de vente protégée sur l'ensemble des marchés qui affichent des ordres protégés. Tel pourrait être le cas, par exemple, dans les circonstances suivantes :

i) ~~le meilleur cours acheteur ou vendeur affiché~~ la meilleure offre d'achat protégée ou la meilleure offre de vente protégée affichée sur l'ensemble des marchés fluctue entre la saisie d'un ordre et son exécution sur un marché donné;

ii) une opération convenue hors marché est saisie sur un marché à un cours se situant dans la fourchette ~~des meilleurs cours acheteur et vendeur affichés~~ de la meilleure offre d'achat protégée et de la meilleure offre de vente protégée affichées sur l'ensemble des marchés, mais avant l'exécution (c'est-à-dire la saisie) de l'ordre, ~~le meilleur cours acheteur ou vendeur affiché~~ la meilleure offre d'achat protégée ou la meilleure offre de vente protégée affichée sur l'ensemble des marchés fluctue, ce qui occasionne une transaction hors cours.

d) Le paragraphe *e* de l'article 6.2 et le sous-paragraphe *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement permettent les ordres à cours calculé, les ordres non standards et les ordres au cours de clôture parce qu'ils présentent des caractéristiques particulières qui les distinguent des autres ordres. Ces caractéristiques concernent le cours (pour les ordres à cours calculé et les ordres au cours de clôture) et les conditions de règlement non standards (pour les ordres non standards) qui ne sont établies par aucune bourse ni aucun système de cotation et de déclaration d'opérations.

e) Le paragraphe *f* de l'article 6.2 et le sous-paragraphe *v* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement autorisent les opérations exécutées en cas de marché croisé ~~pour~~ entre les ordres protégés visant un titre coté. Sans cette autorisation, aucun marché ne pourrait exécuter d'opérations ~~dans ce cas~~ lorsque la meilleure offre d'achat protégée et la meilleure offre de vente protégée sont croisées parce qu'il s'agirait de transactions hors cours. Comme la protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres protégés ou tranches d'ordres ~~affichés~~ protégés, il est possible que les ordres cachés ou en réserve restent dans le registre après exécution de tous les ordres protégés affichés, ce qui peut entraîner des marchés croisés entre les ordres protégés. Quiconque ~~réalise une opération croisée~~ croise intentionnellement la meilleure offre d'achat protégée et la meilleure offre de vente protégée pour tirer avantage de ces dispositions commet une infraction à l'article 6.5 du règlement.

6.4. Les marchés figés et croisés

1) En vertu de l'article 6.5 du règlement, aucun participant au marché ni aucun marché qui achemine des ordres ou qui en modifie le cours ne peut intentionnellement figer ni croiser un ~~marché~~ ordre protégé en saisissant un ordre ~~protégé visant à affiché sur tout marché afin d'~~ acheter un titre à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée ou en saisissant un ordre protégé visant à ~~de~~ vendre un titre à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. ~~Cette disposition~~ L'article 6.5 du règlement vise à empêcher que des ordres protégés soient figés ou croisés intentionnellement. Cette disposition s'applique sans égard au fait que l'ordre qui fige ou croise le marché soit saisi sur un marché qui affiche ou non des ordres protégés. Elle ne vise pas à interdire les ordres à cours limité négociables. Le paragraphe *f* de l'article 6.2 et le sous-paragraphe *v* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement permettent de débloquer les marchés croisés qui se produisent accidentellement.

Les autorités en valeurs mobilières du Canada considèrent qu'un ordre est « saisi » sur le marché lorsqu'il est acheminé ou que son cours a été modifié. Cependant, elles ne

considèrent pas le déclenchement d'un ordre stop (aussi appelé ordre à arrêt unique) saisi antérieurement comme une « saisie » de l'ordre ou une « modification » de son cours.

2) L'article 6.5 du règlement ~~interdit à ne restreint pas la capacité d'un participant au marché ou à d'un marché qui achemine des ordres ou qui en modifie le cours de figer ou de croiser intentionnellement un marché. Cela se produit par exemple lorsqu'un participant au marché saisi un ordre qui fige ou croise le marché en vue d'éviter d'acquitter les droits exigés par un marché ou de profiter des rabais offerts par un marché. Cela pourrait également se produire lorsque le système de~~ en modifie le cours d'acheminer ou de saisir un ordre affiché qui figera ou croisera un autre ordre affiché qui n'est pas protégé.

a) Si la saisie d'un ordre protégé fige ou croise un ordre affiché sur un autre marché qui n'est pas un ordre protégé, l'article 6.5 du règlement aurait pour effet de restreindre la possibilité de saisir des ordres supplémentaires qui figeraient ou croiseraient l'ordre protégé, ce qui devrait alors contribuer à réduire la durée d'un marché figé ou croisé.

b) Un ordre affiché non protégé qu'un ordre protégé saisi ultérieurement vient figer ou croiser n'a pas à être annulé et son cours n'a pas à être modifié. Cependant, si le marché modifie subséquemment le cours d'un ordre affiché non protégé, comme cela peut se produire avec un ordre lié, l'ordre sera considéré comme ayant été « saisi » au moment de la modification du cours et sera soumis à l'interdiction de figer ou croiser un ordre protégé.

c) Les autorités en valeurs mobilières du Canada estiment que le participant au marché qui tente délibérément de contourner l'application de l'article 6.5 du règlement en saisissant d'abord un ordre affiché sur un marché qui n'est pas un ordre protégé et en saisissant ensuite un ordre protégé sur autre marché qui fige ou croise l'ordre non protégé contrevient à cet article.

3) Un ordre protégé est figé ou croisé intentionnellement lorsqu'un marché est programmé pour modifier le cours des ordres sans vérifier si le nouveau cours aurait pour effet de figer ~~le marché~~ un ordre protégé ou lorsque l'acheminement d'ordres par le marché vers un autre marché donne lieu à un marché figé ~~par un ordre protégé. Cela pourrait également se produire lorsque l'intention du participant au marché était de figer ou de croiser un ordre protégé en vue d'éviter d'acquitter les droits exigés par un marché ou de profiter des rabais offerts par un marché.~~

Dans certaines situations, un ordre protégé peut être figé ou croisé ~~peut se produire~~ accidentellement, par exemple :

~~a) en raison du temps de latence lorsqu'un participant au marché achemine à divers marchés plusieurs ordres à traitement imposé désignés comme « exécuter sinon annuler »;~~ b) en raison d'un ordre protégé affiché sur un marché qui connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché;

eb) en raison d'un ordre affiché à un moment où une offre d'achat protégée était plus élevée qu'une offre de vente protégée;

ec) en raison d'un ordre affiché après que la totalité de la liquidité protégée affichée a été exécutée et qu'un ordre en réserve a généré une nouvelle offre d'achat protégée visible qui est supérieure à l'offre de vente protégée affichée ou une nouvelle offre de vente protégée visible qui est inférieure à l'offre d'achat protégée affichée;

ed) en raison d'un ordre saisi sur un marché particulier afin de se conformer aux obligations prévues par la législation en valeurs mobilières, comme la Rule 904 du Regulation S de la Loi de 1933 qui exige que les titres assujettis à des restrictions en matière de revente aux États-Unis soient vendus au Canada sur un « marché de valeurs extraterritorial désigné » (*designated offshore securities market*);

f) en raison d'un ordre affiché dans une « situation de concurrence », où des ordres concurrents, dont au moins un est un ordre protégé, sont saisis sur des marchés presque au même moment sans qu'aucune des parties n'ait connaissance de l'autre ordre au moment de la saisie;

g) en raison des différences entre le temps de traitement et le temps de latence des systèmes du participant au marché, des marchés, de l'agence de traitement de l'information et des fournisseurs d'information;

h) en raison des différences entre les mécanismes des marchés conçus pour « reprendre » la négociation après une suspension à des fins réglementaires ou opérationnelles;

i) en raison de l'exécution d'un ordre au cours du processus de répartition à l'ouverture ou à la fermeture d'un marché alors que la négociation avait lieu au même moment de façon continue sur un autre marché affichant des ordres protégés.

j) Si un participant au marché qui recourt à un ordre à traitement imposé choisit d'inscrire l'ordre ou toute tranche restante qui n'a pas été immédiatement exécutée dans le registre, il doit veiller à ce que la partie de l'ordre qui est inscrite dans le registre n'ait pas pour effet de figer ou de croiser ~~le marché~~ un ordre protégé. Les autorités en valeurs mobilières du Canada estiment que les ~~marchés~~ ordres protégés figés ou croisés résultant d'ordres à traitement imposé inscrits dans le registre ou de toute tranche restante d'ordres de ce type sont intentionnels et constituent une infraction à l'article 6.5 du règlement.

6.5. Disposition anti-échappatoire

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

PARTIE 7 LA SURVEILLANCE ET LES MESURES D'APPLICATION

7.1.1. La surveillance et les mesures d'application des règles établies par la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations

Selon l'article 7.1 du règlement, la bourse reconnue établira des règles régissant la conduite de ses membres. Selon l'article 7.3 du règlement, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations établira des règles régissant la conduite de ses adhérents. La bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations peut surveiller la conduite de ses membres ou adhérents et prendre les mesures d'application des règles ainsi établies, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation. Le fournisseur de services de réglementation est une personne qui fournit des services de réglementation et qui est une bourse reconnue, un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou une entité d'autorégulation reconnue. Selon les articles 7.2 et 7.4 du règlement, la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui choisit de confier la surveillance et les mesures d'application à un fournisseur de services de réglementation conclura avec lui une entente aux termes de laquelle celui-ci s'engage à prendre les mesures d'application des règles établies par la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations.

7.2.2. La surveillance et les mesures d'application dans le cas du SNP

Selon l'article 8.2 du règlement, le fournisseur de services de réglementation doit établir les règles à l'intention du SNP et de ses adhérents. Avant d'exécuter une opération pour un adhérent, le SNP doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation et une entente avec chaque adhérent. Ces ententes forment le fondement sur lequel le fournisseur de services de réglementation assurera la surveillance des activités de négociation du SNP et de ses adhérents et prendra les mesures d'application de ses règles.

Les règles établies par le fournisseur de services de réglementation doivent notamment prévoir que le SNP et ses adhérents vont exercer leurs activités de négociation conformément au règlement. Le SNP et ses adhérents sont considérés comme se conformant au règlement et sont dispensés de l'application de la plupart de ses dispositions si le SNP et l'adhérent respectent les règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

7.3.3. La surveillance et les mesures d'application dans le cas de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations

Selon l'article 9.1 du règlement, le fournisseur de services de réglementation doit établir des règles régissant la conduite de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations. Selon l'article 9.2 du règlement, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation, prévoyant notamment que celui-ci surveille les activités de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et prend les mesures d'application des règles établies par le fournisseur de services de réglementation. Toutefois, l'article 9.3 du règlement dispense l'intermédiaire entre courtiers sur obligations de l'application des articles 9.1 et 9.2 du règlement dès lors qu'il se conforme à la Règle 2800 de l'OCRCVM, Code de conduite à l'intention des sociétés courtiers membres de la société négociant sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt, et ses modifications, comme si ce principe s'appliquait à lui.

7.4.4. La surveillance et les mesures d'application dans le cas du courtier exécutant des opérations sur des titres de créance non cotés hors marché

Selon l'article 10.1 du règlement, le fournisseur de services de réglementation doit établir des règles régissant la conduite du courtier exécutant des opérations sur des titres de créance non cotés hors marché. Selon l'article 10.2 du règlement, le courtier doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation, prévoyant notamment que celui-ci surveille les activités du courtier et prend les mesures d'application des règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

7.5. L'entente entre le marché et le fournisseur de services de réglementation

Le paragraphe *c* des articles 7.2 et 7.4 du règlement a pour objet de faciliter la surveillance exercée par les fournisseurs de services de réglementation sur les activités de négociation des participants au marché sur les marchés et entre eux. Il vise aussi à faciliter la surveillance, à des fins particulières, de la conduite des bourses reconnues et des systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations. Il peut amener le fournisseur de services de réglementation à surveiller les marchés qui l'ont engagé et à faire rapport à une bourse reconnue, à un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou à une autorité en valeurs mobilières si un marché ne respecte pas ses obligations réglementaires ou ses politiques et procédures. Bien que l'étendue de la surveillance puisse changer selon l'évolution des marchés, nous nous attendons à ce qu'elle porte au moins sur la synchronisation des horloges, l'utilisation des désignations, des symboles et des identificateurs spécifiques, les obligations relatives à la protection des ordres, ainsi que celles qui concernent la piste de vérification.

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

1) En vertu de l'article 7.5 du règlement, les fournisseurs de services de réglementation, les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations doivent conclure une entente écrite visant à coordonner les mesures d'application des règles prévues aux parties 7 et 8. Cette coordination est nécessaire aux fins de la surveillance intermarchés.

2) Toute bourse reconnue ou tout système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui n'a pas engagé de fournisseur de services de réglementation demeure dans l'obligation de coordonner ses activités avec celles d'un fournisseur de services de réglementation et des autres bourses ou systèmes de cotation et de déclaration d'opérations sur lesquels les mêmes titres se négocient afin d'assurer une surveillance intermarchés efficace.

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

PARTIE 8 LES RÈGLES SUR LA PISTE DE VÉRIFICATION

8.18.1. Les règles sur la piste de vérification

Selon l'article 11.2 du règlement, le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations sont tenus d'enregistrer sous forme électronique et de déclarer certains éléments d'information au sujet des ordres ~~qu'ils reçoivent~~ des opérations. Les informations à enregistrer comprennent les indications exigées par le fournisseur de services de réglementation (comme l'indication qu'un ordre est exécuté pour le compte d'un actionnaire important). Les obligations prévues à la partie 11 visent à permettre à l'entité chargée de la surveillance de constituer une piste de données sur les ordres, les cotations et les opérations qui renforcera ses capacités de surveillance et d'examen.

8.28.2. La transmission de l'information au fournisseur de services de réglementation

Conformément à l'article 11.3 du règlement, le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doivent fournir au fournisseur de services de réglementation l'information que celui-ci exige, dans un délai de dix jours ouvrables et sous forme électronique. Cette obligation ne s'applique que dans le cas où le fournisseur de services de réglementation établit des règles de transmission de l'information.

8.38.3. La forme électronique

Le paragraphe 1 de l'article 11.3 du règlement prévoit que l'information doit être transmise au fournisseur de services de réglementation et à l'autorité en valeurs mobilières sous forme électronique. Le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doivent fournir l'information dans une forme qui permette au fournisseur de services de réglementation et à l'autorité en valeurs mobilières d'y accéder (par exemple, en format SELECTR).

Draft Regulation

Securities Act

(chapter V-1.1, s. 331, par. (1), (2), (8), (32), (32.0.1) and (34), and s. 331.2)

Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, chapter 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 127 days have elapsed since its publication in the Bulletin of the Authority:

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

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

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing by **September 19, 2014**, to the following:

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

Further information

Further information is available from:

Serge Boisvert
 Senior Policy Advisor
 Direction des bourses et des OAR
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337 ext. 4358
 Toll-free: 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
 Derivatives Product Analyst
 Direction des bourses et des OAR
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337 ext. 4323
 Toll-free: 1 877 525-0337
roland.geiling@lautorite.qc.ca

May 15, 2014

CSA Notice and Request for Comment

Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules

May 15, 2014

Introduction

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) are publishing for comment proposed amendments to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) and the related *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Policy Statement 23-101), together with a proposed data fee review methodology (the Proposed Amendments).

The text of the Proposed Amendments is published with this notice and is also available on websites of CSA jurisdictions, including:

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

We have worked closely with staff of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) in developing the Proposed Amendments, and we thank them for their participation and for sharing their knowledge and expertise. IIROC will be publishing amendments to the Universal Market Integrity Rules (UMIR) to reflect and support the Proposed Amendments.

Background

The key part of the Proposed Amendments deals with the order protection rules (OPR), also commonly referred to as the trade-through¹ requirements (OPR amendments). OPR necessitates that all better-priced orders be executed before inferior-priced orders regardless of the marketplace on which the order is displayed.

Substance and purpose

The purpose of the Proposed Amendments is to address certain costs and inefficiencies resulting from or associated with the current OPR framework through amendments in the following main areas:

- The application of OPR;
- Best execution policies and disclosure; and
- Trading fees.

¹ A "trade-through" occurs when an order is executed at a price that is inferior to either a best-priced displayed bid or best-priced displayed offer

Summary of the Proposed Amendments

Under the OPR amendments, orders would be protected where displayed on a marketplace that has met certain criteria. This would have the effect of leaving displayed orders on some marketplaces unprotected by OPR. In this notice, we are also proposing or considering caps or limits on certain trading fees and data fees, as well as outlining and seeking feedback about action being proposed regarding the payment of rebates by marketplaces to their members or subscribers under the maker-taker pricing model.

More specifically, the amendments being proposed to Regulation 23-101:

- Amend the definition of “protected bid” and “protected offer” to include orders that are displayed on marketplaces that meet or exceed a market share threshold, or on recognized exchanges that did not meet the threshold but that are orders in the securities listed by and traded on the recognized exchange;
- Introduce section 4.4 of Regulation 23-101 which would mandate specific dealer disclosure relating to best execution policies;
- Amend section 6.5 of Regulation 23-101 to reflect the proposed changes to the definitions of “protected bid” and “protected offer” and provide clarity around the extent of the prohibition on locking or crossing the market; and
- Introduce section 6.6.1 to Regulation 23-101 which would introduce a cap on trading fees.

Further, Annex A highlights other aspects of our proposal that do not necessitate changes to Regulation 23-101 in order to implement. These are intended to deal with certain costs and / or inefficiencies either directly or indirectly related to the OPR framework, or to address other issues and concerns outlined in this notice. They include:

- A plan to proceed with a pilot study to examine the impact of disallowing the practice of the payment of rebates by marketplaces;
- A proposal to implement a transparent methodology to assess the relative value of real-time market data when reviewing and approving market data fees charged to professional subscribers based on this methodology;
- A proposal to require marketplaces to submit their market data fees charged to professional subscribers for re-approval on an annual basis, and to justify these fees in the context of the results of applying the above-noted methodology; and
- Consideration of further action to regulate non-professional market data fees.

Local Matters

Certain jurisdictions are publishing other information required by local securities legislation. In Ontario, this information is contained in Annex D of this Notice.

Authority of the Proposed Amendments

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

Deadline for Comments

Please submit your comments to the Proposed Amendments, in writing, on or before September 19, 2014. If you are not sending your comments by email, please send a CD containing the submissions (in Microsoft Word format).

Where to Send Your Comments

Address your submission to all of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)
Manitoba Securities Commission
Ontario Securities Commission
Autorité des marchés financiers
Financial and Consumer Services Commission (New Brunswick)
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Superintendent of Securities, Northwest Territories
Superintendent of Securities, Yukon
Superintendent of Securities, Nunavut

Deliver your comments **only** to the addresses below. Your comments will be distributed to the other participating CSA jurisdictions.

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

The Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
19th Floor, Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8
Fax: 416-593-2318
comments@osc.gov.on.ca

Comments Received will be Publicly Available

Please note that we cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period. In this context, you should be aware that some information which is personal

to you, such as your e-mail and address, may appear on certain CSA websites. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

All comments will be posted on the Ontario Securities Commission website at www.osc.gov.on.ca and on the Autorité des marchés financiers website at www.lautorite.gc.ca.

Questions

Please refer your questions to any of the following:

Serge Boisvert Senior Policy Advisor Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers 514-395-0337 ext. 4358	Roland Geiling Derivatives Product Analyst Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers 514-395-0337 ext. 4323
Tracey Stern Manager, Market Regulation Ontario Securities Commission 416-593-8167	Kent Bailey Trading Specialist, Market Regulation Ontario Securities Commission 416-595-8908
Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Ontario Securities Commission 416-593-8082	Paul Redman Principal Economist, Strategy & Operations Ontario Securities Commission 416-593-2396
Michael Brady Senior Legal Counsel British Columbia Securities Commission 604-899-6561	Meg Tassie Senior Advisor British Columbia Securities Commission 604-899-6819
Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission 403-297-4281	

ANNEX A

BACKGROUND AND DESCRIPTION OF THE PROPOSED AMENDMENTS

I. BACKGROUND

A. Principles underlying development of existing regulatory framework

In 2001, the Canadian Securities Administrators (CSA) established a framework to permit competition among traditional exchanges and other marketplaces, while ensuring that trading would be fair and transparent. This was effected through the creation and implementation of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101) and Regulation 23-101 (together, the Marketplace Rules). The regulatory objectives of the Marketplace Rules at that time were to facilitate greater availability of investor choice, improve price discovery, decrease execution costs, and improve market integrity.²

Underlying those regulatory objectives were certain characteristics viewed as being essential to an efficient market. These were outlined both in the 1997 TSE *Report of the Special Committee on Market Fragmentation: Responding to the Challenge*, and subsequently in a 2006 report titled *Ideal Attributes of a Marketplace*.³ They can be summarized as follows:

<i>Liquidity</i>	Liquidity can be defined as the market's capacity to absorb trades from customers' buy and sell orders at, or near, the last sale price of a particular stock. The greater the number of orders and shares available at a particular price, the more liquid the market will be. Some of the characteristics of liquidity are market depth, market breadth, and resiliency. ⁴
<i>Immediacy</i>	Immediacy refers to how fast an order can be filled and is closely linked to market liquidity, because as liquidity increases, the time to complete a trade should decrease.
<i>Transparency</i>	Transparency refers to the degree to which there is real-time dissemination of information about orders and trades to the public. ⁵
<i>Price Discovery</i>	Price discovery refers to the process through which the execution price for a trade is established. The discovery of a security's fair market value is derived from two sources: the supply of and demand for the security, which indicate a participant's willingness to transact at a given price, and information about transactions which have actually occurred.

² See *Notice of National Instruments, Companion Policies and Forms – The Regulation of Marketplaces and Trading*, published on August 17, 2001 at (2001) 24 OSCB (Supp).

³ Eric Kirzner, *Ideal Attributes of a Marketplace*, June 22, 2006, Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Canada Steps Up*, Volume 4 – *Maintaining a Competitive Capital Market in Canada*.

⁴ Market depth refers to the number of orders at different prices that line the order book. Market breadth is the number of shares that are wanted or offered at a particular price level and the ability to absorb an incoming large order. Resiliency is the ability for a market to attract offsetting orders relatively quickly when order imbalances occur.

⁵ In Canada, pre-trade transparency of information regarding orders is required when a marketplace displays orders of exchange-traded securities, and should contain all relevant information including details as to volume, symbol, price and time of the order. Post-trade transparency by a marketplace is always required. Order and trade information must be provided to an information processor or an information vendor if an information processor does not exist. Currently in Canada, TSX Inc. is the information processor for exchange-traded securities other than options.

If prices are not transparent to participants, or there is unequal or incomplete information, participants will not be able to make informed decisions. In addition, if participants are not given access to markets where a security trades, they may be discouraged from trading in that security and a less efficient price discovery process may occur.

- Fairness* Fairness refers to the perception and the reality that all participants are subject to the same rules and conditions and that no individual or group has an unfair advantage or disadvantage. The “fairness” of a market may relate to fair access to a specific marketplace or the market as a whole, fair access to trading information, or the fair treatment of orders.
- Market Integrity* The integrity of the market relates to the level of confidence in the marketplace as a whole or in a particular marketplace. This confidence level is closely associated with both investors’ perception of fairness in the market, and also the effectiveness of the regulatory environment.
- Transaction costs* Transaction costs represent the cost of implementing an investor’s investment strategy and are important to investors as they directly reduce the net return on investment. They are a major factor in determining on which marketplace investors or brokers will choose to execute trades. These can be broken down into a number of categories, including brokerage commissions and / or dealer mark-ups, transaction fees and market impact costs. Low transaction costs are a characteristic of an effective and efficient market.

Consideration of the above-noted characteristics has continued throughout the ongoing development of the Marketplace Rules and other market structure initiatives, including the subsequent revisions to best execution and the implementation of OPR and the regulatory framework for dark liquidity.⁶ Despite some inherent tensions among these characteristics, we have attempted to balance them, where possible.

In our view, any regulatory change necessitates consideration of the above-noted characteristics of an efficient and effective market in the context of our collective mandates to protect investors, and to foster fair and efficient capital markets. In addition, competition and innovation must also be considered given their important role in facilitating the fairness and efficiency of our markets.

B. History and principles underlying OPR

Canada has had a form of trade-through regime in place for trading in exchange-traded securities for some time, although the scope of application and underlying principles has evolved. Obligations to respect best price existed in the requirements of the Bourse de Montréal and Toronto Stock Exchange when they traded securities listed on both exchanges,⁷ and subsequently were embedded

⁶ For example, these characteristics were referred to by the CSA in the background paper entitled “Regulation of Alternative Trading Systems in Canada” published on July 2, 1999 at (1999) 22 OSCB (ATS Supp) and in Joint CSA/IIROC Consultation Paper 23-404 *Dark Pools, Dark Orders, and other Developments in Market Structure in Canada* published in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers of October 2, 2009, Vol. 6, No. 39, p. 236.

⁷ The “realignment” of Canadian exchanges in 1999 ultimately led to the TSX becoming the market for senior equities, the TSX Venture Exchange becoming the market for venture securities, and the Bourse de Montréal becoming the market for listed derivatives.

in the initial iteration of best execution obligations reflected in Regulation 23-101⁸ and included in former UMIR Rule 5.2 *Best Price*.

The “realignment” of the Canadian stock exchanges in 1999 resulted in an environment where exchange-traded securities were traded solely on the listing venue, eliminating the need for cross-market trade-through requirements. In anticipation of a return to a multiple marketplace environment, Market Regulation Services Inc. (now IIROC) and the CSA published a series of papers and proposals in connection with a broader review of evolving market developments (primarily, the development of a multiple marketplace environment) and the regulatory framework applicable at the time – this included the development and formalization of the trade-through requirements that were ultimately reflected in OPR.⁹

In the absence of a form of trade-through regime but with competing marketplaces trading the same securities,¹⁰ there were concerns that investors, including retail investors, would perceive an un-level playing field if their orders were not being executed despite showing the best price. This could lead to a loss of confidence in the fairness and integrity of the market, the subsequent withdrawal of investors and / or liquidity from the market, and a decrease in the efficiency of the price discovery process and the markets in general. Critics of OPR however, expressed concerns about the potential for increased costs, and that it would lead to a lack of innovation and competition in Canada.

OPR was finalized in November 2009 and implemented in February 2011.¹¹ It changed the obligation from solely a dealer obligation to being a marketplace obligation. However, it also gave marketplace participants (primarily dealers) the option to assume the obligations under the rule.

The CSA notice of amendments described OPR as a requirement that would “ensure that all immediately accessible, visible, better-priced limit orders are executed before inferior-priced limit orders and are not traded through”. It was confirmed to be an obligation owed to the market as a whole: it could not be waived. The CSA noted that OPR was intended to instill confidence on the part of all types of investors so that they would contribute to price discovery by posting visible limit orders.

In finalizing OPR, the CSA recognized the need to maintain a balance between promoting efficient trading services through marketplace competition, while ensuring fairness and integrity through the efficient pricing and trading of exchange-traded securities across multiple marketplaces.

C. Relevant requirements and guidance

⁸ A form of best-price obligations were included in the best execution obligations when the Marketplace Rules were first implemented. These obligations were modified, and the best-price obligations removed, when amendments to Regulation 23-101 were implemented in September 2008.

⁹ The CSA began its review of order protection or trade-through in 2005 with the issuance of Discussion Paper 23-403 *Market Structure Developments and Trade-Through Obligations* published on July 22, 2005 in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 2, No. 29 (suppl.), in which the CSA, jointly with the former Market Regulation Services Inc., reviewed developments in market structure and regulation in the US and Europe in the context of best execution and order protection. This led to proposals to formalize OPR that were first published for comment on April 20, 2007 in the notice titled *Joint Canadian Securities Administrators / Market Regulation Services Inc. Notice on Trade-Through Protection, Best Execution and Access to Marketplaces* published in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 4, No. 16, p. 358. An amended proposal was published on October 17, 2008, under the title *Notice and Request for Comment, Proposed Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules*, published in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 5, No. 41, p. 275.

¹⁰ At the end of 2007 there were three visible marketplaces trading TSX-listed securities (TSX, Pure and Omega).

¹¹ *Notice / Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation / Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules* published on November 13, 2009 in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 6, No. 45, p. 415.

Under the current OPR, a trade-through occurs when an order is executed at a price that is either lower than a displayed bid or higher than a displayed offer (displayed bids and offers are considered “protected orders” under the current rule).

Trade-throughs themselves are not expressly prohibited as OPR is drafted as a policies and procedures requirement. The obligations fall first upon the marketplaces which are required to establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs.¹² However, marketplace participants can, and in many cases do, assume responsibility for the obligations through the use of the directed-action order (DAO). The rule also provides for exceptions for certain types of trade-throughs.¹³

Where a marketplace participant chooses to assume the OPR obligations through the use of a DAO, the marketplace participant must first establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs, with the same exceptions noted above.

Regardless of whether a marketplace or marketplace participant assumes the obligation for compliance with OPR, the requirements apply to the full depth-of-book, as was the case in the pre-existing best price obligations. The majority of commenters to the 2005 Discussion Paper and the subsequent formal OPR proposals agreed with the full depth-of-book application.¹⁴ In maintaining the same full depth-of-book standard, the CSA confirmed its view that the policy objectives of investor confidence in the fairness and integrity of the market are more effectively accomplished through full depth protection. It is important for investors, including retail investors, to know that any order they enter on a marketplace will be executed before an inferior-priced order, and a shift to a different standard of protection in Canada (such as a top-of-book obligation) may be perceived as adopting a lower level of investor protection.

II. OPR REVIEW

Since 2007, the Canadian market has evolved into a competitive environment for equity marketplaces, with multiple visible marketplaces trading TSX-, TSXV-, or CSE-listed equity securities.¹⁵ This competition has fragmented order flow across various trading facilities, while at the same time bringing choice – marketplaces have introduced different fee models, faster or innovative technology, and new order types.

This evolution has provided the CSA with an opportunity to assess the outcomes of OPR in the multiple marketplace environment in which it was intended to operate. This assessment includes both the benefits we sought to achieve as well as any costs and unintended consequences. Market participants have raised concerns that the costs of complying with OPR outweigh its benefits. We have noted that these concerns increase with the introduction of each

¹² The obligations were placed first and foremost on marketplaces because of the potential advantages of doing so. For example, this would reduce the need for linkages from dealers to each marketplace (and therefore less costs for dealers), better facilitate of monitoring and enforcement, and provide better outcomes in terms of consistency of approach.

¹³ Exceptions include trade throughs resulting from systems issues at another marketplace, situations such as flickering quotes, or if a marketplace participant has decided to take on trade-through responsibilities for the order through the use of the DAO marker.

¹⁴ An Implementation Committee was also struck in connection with the amendments proposed in October 2008. Part of the Committee's work included considering whether OPR should be applied at top-of-book, full depth-of-book or at some other level (e.g., to five price levels). Views of the committee members were split. Although the committee agreed that full depth was more complete and philosophically consistent with the policy objectives of the CSA, there was no consensus on whether the incremental protection offered by full depth was sufficient to justify the incremental costs. Questions were posed by the CSA to the committee to investigate this further and, ultimately, OPR was implemented with full depth-of-book protection.

¹⁵ In addition, there are currently four dark marketplaces (including IntraSpread, a facility of Alpha Exchange) trading these same securities.

new visible marketplace whose displayed orders are protected by the rule. As a result of our assessment and the concerns of participants, a primary focus of our review was to weigh the benefits of OPR, such as:

- efficiency gains from the virtual consolidation of access to fragmented marketplaces;
- an increased investor perception of a level playing field resulting from their visible better-priced quotes trading ahead of other inferior-priced orders; and
- the effect it has had in fostering the emergence of competition (and the results of that competition);

against the costs of OPR, including the inefficiencies that might arise if:

- market participants have become captive consumers of marketplace services in order to comply with OPR;
- captive consumers are generating revenues for marketplaces, supporting an otherwise unsustainable level of competition; and
- the existence of any such unsustainable competition results in excessive complexities, costs and inefficiencies for equities trading.

In carrying out our review, we interviewed approximately 35 market participants located in British Columbia, Alberta, Ontario and Quebec, representing a variety of sell-side, buy-side, marketplace and vendor interests. The purpose of the interviews was to better understand the effects of OPR, both in terms of benefits and costs. OSC staff also consulted with its Market Structure Advisory Committee, comprised of representatives from similar types of firms. Some data analysis was also performed through IIROC to better understand how OPR operates in a multiple marketplace environment. We also had the benefit of considering comments received on a pre-filing by Aequitas Innovations Inc. The proposals in this pre-filing challenged certain fundamental principles underlying the current regulatory framework (including those underlying OPR), and many commenters took the opportunity to present their specific views on the benefits and costs of OPR. The results of our review are reflected below.

A. Review of benefits of OPR

1. Impact of OPR on confidence in the fairness and integrity of the market

As indicated earlier, the primary objective of OPR is to promote confidence in the fairness and integrity of the market in order to support both liquidity and the efficiency of the price discovery process. Generally, the parties interviewed agreed that OPR assists with these objectives as it provides comfort and certainty in trading outcomes - best-priced displayed orders should generally be executed before inferior-priced orders.¹⁶ Where an investor's primary objective is achieving best price for marketable orders, it was also expressed that OPR provides a mechanism to ensure that the interests of the client are satisfied by their dealer in the order execution process.

However, a common view expressed was that many investors, and retail investors in particular, are likely not aware of OPR and its implications for their orders and, as such, its effect on investor confidence might be difficult to measure. It was also suggested that the ability to measure the effect of OPR on confidence, liquidity and price discovery might be further

¹⁶ Except in the types of scenarios where trade-throughs are permitted to occur as outlined in section 6.2 and paragraph 6.4(1)(a) of the current Regulation 23-101.

complicated by the fact that some form of trade-through protection had already existed in the Canadian regulatory framework. The true impact of OPR might not be evident unless the rule was to be loosened or repealed. More generally, it was also noted that the impact on investor perceptions due to the competing effects of macroeconomic conditions, various high-profile technology glitches seen in the operation of foreign markets and high frequency trading, could also challenge any attempt to isolate the impact of OPR on confidence in the fairness and integrity of the markets.

Questions were also raised regarding the benefit of protecting displayed limit orders on markets other than the dominant market for trading (generally, the listing market). It was also questioned whether OPR is having its intended effect if orders on the other marketplaces belong to parties, such as professional traders, whose confidence in the fairness and integrity of the markets would be least likely to be negatively affected in a material way in the absence of the rule. In considering this question further, we examined trade data from each visible marketplace and grouped participants based on certain identifying factors that may proxy for retail, institutional and professional traders. This was done with the objective of examining active/passive ratios¹⁷ for each group, and assessing whose limit orders are receiving the benefit of protection on each visible trading venue.¹⁸ What is generally suggested by the analysis is that the vast majority of the retail and institutional client order flow is entered for display on the listing markets (e.g., on TSX or TSXV), and that a much smaller percentage of retail or institutional order flow is displayed on other marketplaces. Much of the remaining order flow displayed on other marketplaces appears to belong to professional traders. This is further supported by anecdotal evidence provided by dealers during our interviews, regarding the placement of their passive retail and institutional client orders. Some of the results of our analysis are included at Appendix A-1.

2. Other identified benefits of OPR

Based on our observations of the evolution of the multiple marketplace environment, and feedback received during our interviews, OPR has also resulted in increased trading efficiency through the technological investment made by marketplaces, dealers and service providers (vendors) to manage orders across multiple venues. It has also been suggested that OPR, in concert with existing pre-trade transparency requirements, has mitigated the impact of liquidity fragmentation through the virtual consolidation of the central limit order books from each visible market by various market participants and vendors. Finally, we heard generally positive statements from participants regarding the effect that OPR and the preceding UMIR 'best-price' obligations had on fostering competition at a time when nearly all trading was conducted on the listing markets (i.e., pre-2008). Although many indicated that competition has put downward pressure on certain fees, this was often overshadowed by concerns with how overall costs have increased as a result of OPR and / or the evolution to a multiple marketplace environment.

B. Review of costs and unintended consequences of OPR

¹⁷ Active/passive ratio refers to the comparative calculation of orders which are liquidity providing (passive orders) and liquidity removing (active orders).

¹⁸ Trader IDs were grouped together based on their use of any of: (1) the intentional cross marker (to proxy for institutional client orders); (2) SDL orders on Alpha IntraSpread (stated to be limited to orders of clients that meet the definition of 'Retail Customer' under IIROC's member rules); (3) post-only orders (most likely to be used by professional traders executing a market making strategy dependent on the placement of passive orders); (4) and the SME marker (generally intended to capture professional trading in arbitrage accounts, formal market making accounts, informal market making / high-frequency trading accounts, and dealer facilitation accounts).

As outlined earlier, OPR requires that all best-priced displayed orders be executed first, regardless of where the orders are displayed (subject to the exceptions noted above). For participants that choose to assume the OPR obligations and control their own order flow through the use of DAOs, the practical result has been the need to acquire (whether directly or indirectly) both market data from, and access to all visible marketplaces. Marketplace participants have suggested that this has led to a situation where they are captive to certain marketplace services, with significant cost implications. It has also been suggested that OPR causes or contributes to certain market inefficiencies, whether in connection to the captive consumer issue or for other reasons. We discuss each of these in more detail below.

1. Cost implications of the “captive consumer issue”

Participants have expressed concerns to us regarding the increased cost burden and market inefficiencies associated with the captive consumer issue for some time. These concerns have become more pronounced in recent years both as existing marketplaces continue to develop service offerings and introduce fees on new or existing services, and as new marketplaces begin operations.

Based on our interviews and consultations, the direct and indirect costs most commonly connected to OPR and the captive consumer issue can be grouped into the following four categories: marketplace fees, technology costs and risks, trading inefficiencies, and ‘other’ operational implications (e.g., marketplace liability, and compliance burdens).

(i) *Marketplace fees*

During our interviews, a number of marketplace fees were identified as being impacted by the captive consumer issue, specifically trading fees, market data fees and membership or subscriber fees. The materiality of each of these fees in relation to overall cost impact varied between the dealers interviewed. Some viewed trading and data as being the most relevant and indicated that less choice existed in paying these fees, while others specified that membership and subscriber fees were also a significant cost. We note that some of the concerns with respect to marketplace fees are not directly resulting from the implementation of OPR. These are discussed in later sections of this notice.

Regarding trading fees, participants raised specific concerns about the implications of OPR on their costs to execute marketable order flow, given that OPR necessitates that participants trade with the best-priced displayed orders, regardless of the level of fees charged by marketplaces displaying those orders.

The primary concerns raised with data fees were similar to those identified in CSA Staff Consultation Paper 21-401 *Real Time Market Data Fees*¹⁹ (Data Fees Paper). These specifically were that: data fees are generally high; data costs in aggregate have increased significantly as additional visible marketplaces begin charging for data; data fees may not be subject to sufficient competitive forces to bring discipline to the level of fees being charged; and where necessary to comply with regulatory obligations (most notably OPR and best execution obligations), participants are captive to market data fees.

Some dealers expressed concerns about membership or subscriber fees. The extent of the concern depended on whether the dealer’s business model necessitated that it directly access every marketplace. In some examples noted by dealers, their monthly invoices for membership or

¹⁹ Published on November 8, 2012 in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 9, No. 45, p. 306.

subscriber fees were significant multiples of the total amount invoiced for trades executed on the marketplace during the month. However, other dealers have addressed these cost concerns by choosing an alternative and entering into jitney arrangements.²⁰

One final category of marketplace fees identified were those related to connectivity (i.e. physical connections to the marketplace that are provided by the marketplace). These were an identified concern for dealers that access trading on marketplaces through their own managed connections, rather than through a vendor.

In the context of the captive consumer issue, we note that concerns regarding marketplace fees were identified as being an issue primarily for dealers and vendors, as parties who are typically impacted directly by these fees. The institutional investors interviewed indicated there was a general lack of transparency around the impact of trading fees and data fees on their explicit trading costs, as such fees are typically covered by flat rate commissions commonly charged to institutional clients for their trades. As a result, they were generally not in a position to comment on the implications of OPR on these costs. Some noted, however, that certain dealers had begun to charge directly for data fees previously recovered through commissions.

(ii) Technology costs and risks

Technology costs were also identified by many dealers as a significant cost associated with the captive consumer issue. The primary costs identified were those relating to the technology infrastructure and staff resources needed to manage the increasing volume of data and complexity that have accompanied the evolution of the multiple marketplace environment. Part of the technology costs included not only internal infrastructure but also any infrastructure needed to facilitate connectivity to a marketplace, which result in connectivity costs that are separate from any connectivity fees charged by a marketplace. It was also acknowledged that many of these technology-related costs might persist in the absence of OPR. They are in many cases a by-product of multiple marketplaces trading the same securities, and the emergence of new trading methodologies. However, some dealer and vendor representatives expressed frustration over their inability to better manage the scope and timing of their technology spend given the implications of OPR for their technology resource allocation. This was the case when discussing both the impact of significant system changes initiated by existing marketplaces, as well as the cost and time needed to prepare for the launch of each new visible marketplace. These costs are incurred regardless of whether the marketplace has demonstrated value for clients. It was noted that these costs included not only the hard and soft development and maintenance costs, but also the opportunity costs of having to defer or abandon other technology projects and improvements.

The risks imposed by the scope, timing or frequency of system changes at visible marketplaces were also identified as a concern by both dealer and vendor representatives. It was noted that such marketplace system changes can introduce risks to their systems, and sufficient testing time is needed to ensure the continued proper operation of systems and algorithms. It was not clear from our discussions whether this issue stemmed from a concern with the actual amount of lead-time currently being afforded by marketplaces, or if it related more to the need to accommodate the scheduling of marketplace changes regardless of any competing internal technology resource demands and pressures.

²⁰ The exercise of some degree of choice by dealers with respect to access to trading can also be seen in the recently published results of IIROC's survey on best execution. See the discussion on Marketplace Access in section 3.1 of IIROC Notice 14-0082 *Best Execution Survey Results* published on March 28, 2014 at http://www.iiroc.ca/Documents/2014/61ec2e27-7e15-4a42-9adc-5c7895d16c81_en.pdf.

Again, as was the case for marketplace fees, in the context of OPR these costs were only raised as a concern by dealer and vendor representatives. The institutional investors interviewed were generally reliant on the system infrastructure provided to them by a dealer or vendor.

(iii) Trading inefficiencies

OPR has also been identified to us as creating or compounding certain trading inefficiencies that could have a variety of implications for both dealers and their clients. The scope of the impact included execution quality, implicit and explicit trading costs, and the administrative costs associated with back-office trade processing. Such inefficiencies can arise because OPR compliance requires an order to trade against the best prices displayed across all marketplaces. This can result in execution quality being negatively impacted, especially in instances where the size of the order necessitates trading with displayed orders at multiple price levels.²¹ It was suggested that this can result in signalling and latency which advantages other participants, and can result in worse executions or lost fills for the client. It was also suggested that the costs associated with routing in such a manner are often not sufficiently outweighed by the benefits of capturing small volume orders displayed on each marketplace at a better, or even the best, price (e.g., 100 shares). As noted earlier, in such circumstances additional questions were raised as to whether the passive orders receiving the benefits of OPR belong to counterparties who are in greatest need of the protection afforded by the rule.

Many dealers also identified 'ticketing costs' that are often charged by the dealer's back-office service providers for each fill received from each marketplace submitted for clearing. Given the effect that OPR can have on the routing of an order across multiple marketplaces, participants indicated that ticketing costs have increased significantly as orders that previously might have been filled at once on one marketplace, are now being split into multiple fills (and incurring multiple tickets costs). We understand that some dealers have implemented or are in the process of implementing mechanisms to mitigate these costs through 'trade compression'.²²

(iv) Other operational implications

Dealers have expressed concerns regarding the lack of negotiating power with marketplaces to which they feel captive as a result of OPR. The most notable of these concerns relates to the liability provisions contained in marketplace membership or subscriber agreements that, as a result of OPR, many dealers feel compelled to sign in order to access trading on a marketplace as a member or subscriber. They believe this results in an unreasonable transfer of risk from the marketplace to the dealer where the marketplace disclaims or severely limits liability for member or subscriber losses caused by the marketplace.

Dealers also identified increased compliance cost issues associated with each new visible market displaying orders that must be accessed to comply with OPR.

2. Potential impact on broader market efficiency

In addition to an increased cost burden, OPR is also viewed by some as creating or contributing to broader market inefficiencies. It can be argued that OPR acts as a support for marketplaces, in that it

²¹ Even in the absence of OPR, it was indicated that these costs will continue to exist to the extent a dealer has determined it necessary to trade their client orders in a similar way to achieve best execution.

²² Trade compression has been described as a cost minimization process where multiple trades in the same security are grouped / netted to the extent possible before being submitted for clearing purposes, resulting in fewer 'tickets' and 'ticketing charges' by the back-office service vendors.

allows visible marketplaces to collect fees from those who might not otherwise use their services in the absence of OPR.

Where OPR acts as a support for marketplaces, it can also support the launch or continued operation of visible marketplaces that might not otherwise be going-concerns. This can facilitate increased fragmentation which may impact market quality, complexity, and the costs to participants.

Market inefficiencies can also arise to the extent that OPR, and any support for marketplaces resulting from OPR, might stifle competition and innovation – a potential outcome noted in comments to the original OPR proposals. The last few years have shown innovation and competition between marketplaces to be largely occurring on the basis of fees, technology and speed, and via the launch of second trading facilities by existing marketplaces that also appear to be differentiated primarily based on trading fees.

C. Other Contributing Market Issues

We note that many of the issues relating to the costs and market inefficiencies identified above can also be related to factors and issues connected to the broader market structure evolution. This makes separating the effect of OPR from the effect of these other factors or issues more difficult. At a minimum, it is important to consider how each of these might relate to the costs and market inefficiencies, in order to identify what actions might best address the concerns raised.

1. Emergence of the multiple marketplace environment

As noted earlier, the competitive environment for equity marketplaces has evolved to include multiple marketplaces trading TSX-, TSXV-, and / or CSE-listed equity securities. Even in the absence of OPR, the existence of multiple marketplaces can present many of the same complexities, costs and inefficiencies identified earlier, as order flow is increasingly fragmented across the various markets. OPR, and best execution obligations to a lesser extent, can influence the degree and means of access to each market thereby increasing the potential for added costs and inefficiencies in a multiple marketplace environment.

2. Payment of rebates under maker-taker and inverted maker-taker fee models

In 2005, TSX introduced a volume-based maker-taker fee model to incentivize the posting of liquidity to compete with marketplaces in the U.S trading interlisted securities. Under this fee model, the liquidity providing side (the maker) of the trade receives a rebate while the liquidity taking side of the trade (the taker) pays a fee. While initially introduced by TSX on securities interlisted on NASDAQ and AMEX, this model was extended in 2006 to trading in all TSX and TSXV listed equity securities. Since then, it has generally formed the basis for trading fee models used by the competing visible equities markets in Canada for their continuous trading sessions.

The payment of a rebate under the maker-taker fee model can be viewed as both an incentive intended to attract order flow to a particular marketplace, and also as a means of rewarding or compensating a liquidity provider for the risk associated with placing that order and contributing to the price discovery process. With an increased incentive to place passive orders, the maker-taker model has been credited by some for resulting in narrowed spreads, and better execution prices for marketable orders. However, competition to capture passive rebates by some participants may have reduced the ability for other market participants to receive fills on passive

orders. As a result certain participants 'cross the spread' more often, resulting in both greater execution costs in the form of the spread paid²³, and increased trading fees.

More recently in both Canada and the U.S., the concept of a payment from a 'liquidity taker' to a 'liquidity maker' has broadened as markets have evolved. An example of this evolution is illustrated by the increased use of the "inverted" maker-taker model – where the liquidity taker receives a rebate and the liquidity provider pays a fee. The result is a situation where a rebate is no longer being paid to reward for risk and / or price discovery contribution.

Staff are of the view that the payment of rebates under either traditional or inverted maker-taker models is impacting behaviour with respect to both trading and order routing strategies on the part of a variety of market participants. We are concerned that the payment of rebates is incentivizing behaviours in ways which may have a negative impact on our market. These concerns have been raised with us regarding the maker-taker model in connection with the OPR review, the comments received to the Aequitas pre-filing notice, and through our ongoing oversight of marketplaces and market structure. Further, certain issues have been identified in a number of market structure research papers and publications.

(i) Fragmentation and Segmentation of Order Flow

We have heard that the variation in trading fee levels and models is contributing to increased fragmentation of order flow beyond what might normally result from a multiple marketplace environment. As noted earlier, Canadian marketplaces have been competing increasingly on the basis of fees. This can be seen through an examination of the various fee changes implemented by venues, and the subsequent fee changes implemented by competitors in response. It can also be seen in connection with the launch of second marketplaces that are differentiated primarily based on fees.

Through our interviews and ongoing oversight activities, we have also heard the view that one of the primary motivations for a marketplace to operate multiple trading facilities with different fees and / or models is to segment order flow in order to cater to certain participants or categories of order flow. An example of this can be seen through the use of the inverted maker-taker model. Under an inverted maker-taker model, a compelling reason must exist for a liquidity provider to pay to post liquidity on a marketplace given that such a decision means forgoing the passive rebate paid by other marketplaces utilizing the traditional maker-taker model. It is our understanding that two primary reasons are as follows:

- to move the passive order to the top of the consolidated order book, based on the assumption that, given multiple marketplaces displaying orders at the best available price, a cost-sensitive dealer may choose to route a marketable order first to the venue which pays a rebate; and
- to increase the chances of trading with order flow most likely to be sensitive to active trading fees – specifically that of the retail dealer.

To mitigate the resulting increased trading costs, participants may seek less costly means of executing traditionally active flow, as is the case with retail orders. The use of dark pools is one

²³ There may also be benefits received in the form of narrower spreads and increased liquidity (e.g., increased immediacy) that can have the effect of offsetting these costs to some extent. For example, if retail investor orders historically have tended to be active (and thus cross the spread), these continue to be active but cross a narrower spread resulting in a better execution price for the investor.

way to address the higher costs associated with routing active orders²⁴, given the lower fees typically charged by dark pools, and more recently, inverted maker-taker models are being used for similar purposes.

(ii) *Conflicts of interest*

As noted above, the payment of rebates is being used to incentivize particular routing behaviours, both in inverted and traditional maker-taker models. As a result, the rebate payment raises the potential for conflicts of interest in routing decisions on the part of dealers managing client orders. Angel, Harris and Spatt reference this issue in a 2010 paper and a subsequent 2013 update.²⁵ They note that dealers may be incentivized to route their clients' limit orders to marketplaces paying the highest rebates, and their marketable orders (subject to the price requirements under OPR) to venues with the lowest active fees (or to venues with an inverted maker-taker model where they receive a rebate). Typically, these rebates are not passed on to the end client.²⁶ In a July 2013 research publication, Pragma Securities further noted that "a trade execution strategy that is optimal for the broker may not be optimal for the client."²⁷ Similar issues were raised in a December 2013 report by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) titled *Trading Fee Models and their Impact on Trading Behaviour*,²⁸ in which some regulators indicated concern with the impact on best execution for clients if routing decisions are being made by dealers based on the potential for the dealer to earn a rebate or discount (via low fees) on the trade.

(iii) *Transparency issues*

Another concern raised by the maker-taker model is that high rebates may distort the transparency of quoted spreads. Many also believe that while the payment of rebates to liquidity providers may have narrowed spreads due to competition for the rebate, this narrowing is subsidized by the market participant who ultimately pays the fee on the transaction.

When rebates and fees are not passed on to the end client in all circumstances, and only certain market participants are able to gain the potential economic benefit which might come from the rebate payment, an unlevel environment for investors is created. It has been suggested that a potential solution would be to require all fees and rebates to be passed on to the end client, and that this would not only level the economic outcomes of trades for all participants, but would also eliminate any dealer conflicts of interest noted above with respect to routing. However, various industry participants representing different business segments have indicated to us that such a solution may be very difficult and costly to implement from a technology perspective.

Further, and relating specifically to the inverted maker-taker model, Angel, Harris and Spatt note that such models essentially allow the liquidity provider to quote ahead of another participant at what is effectively a sub-penny price²⁹ not permitted under existing rules.

²⁴ As an example, the use of Alpha IntraSpread is only available to retail order flow due to its restriction on the use of the "seek dark liquidity" (SDL) order type.

²⁵ *Equity Trading in the 21st Century*, Angel, Harris and Spatt, May 2010 and June 2013.

²⁶ We understand this is the case for Canadian marketplace participants as indicated in section 3.4 of IROC Notice 14-0082 *Best Execution Survey Results* published on March 28, 2014 at http://www.iroc.ca/Documents/2014/61ec2e27-7e15-4a42-9adc-5c7895d16c81_en.pdf.

²⁷ *A Conflict Inherent in the Maker-Taker Model: Equities vs. Futures*, Pragma Securities, July 2013, p. 1.

²⁸ Available at: www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD430.pdf.

²⁹ *Equity Trading in the 21st Century*, June 2013, p. 28.

(iv) Increased intermediation on highly liquid securities

Providing incentives to encourage the provision of liquidity can be seen as an objective which is likely to yield positive benefits for the market, but achieving that objective should not come at an unreasonable cost for other market participants. As the multiple marketplace environment expanded and the maker-taker model emerged as the primary fee model utilized to attract passive order flow, a greater number of short-term liquidity providers entered the market. The result has been an increase in liquidity provision, but predominantly in securities which are the most highly liquid. This was illustrated in IIROC's publication of the results of Phases I and II of their study on high frequency trading.³⁰ In this report it was noted that for user ID's identified as part of the study group, 77% of the volume, 88% of the value and 84% of the number of trades executed were in the most highly liquid TSX-listed securities.

Staff are concerned that while the payment of rebates has successfully increased the level of liquidity primarily in the most liquid securities, it may have led to a situation where there is unnecessary intermediation by short term liquidity providers in securities where such intermediation is least needed. This raises questions regarding the appropriateness of a fee model which necessitates a payment from a liquidity taker to a liquidity provider, where sufficient liquidity already exists.

(v) Marketplace competition

We note that competition for rebate-driven volume may reduce the incentive for marketplaces to make changes to their fee models that might address the identified issues (absent a requirement for their competitors to do the same). As an example, there might be a limit to which a marketplace might lower the rebates it pays under a maker-taker model, as a decrease below a certain level could result in significantly lower passive order flow being directed to that market, and a subsequent loss of trading volume, market share and revenue.³¹ Especially where competitive pressures are stronger (e.g., interlisted securities and liquid non-interlisted securities priced over \$1), there may be less incentive for marketplaces to deviate from a fee model that involves the payment of rebates for provided liquidity.

3. High frequency trading

The Canadian equity marketplace has experienced significant growth in high speed, low latency and technologically- driven trading activity, transforming market dynamics across the industry. The IIROC report on Phases I and II of its study of high frequency trading (HFT), points to a number of factors as having helped to lay the groundwork for HFT. They include the advent of decimalization, multiple marketplaces, increased competition among marketplaces, the globalization of trading and the advancement of trading technologies.³² In an update presented at the joint OSC / IIROC Market Structure Conference in November of 2013, IIROC identified HFT as representing 15% of volume, 24% of value and 35% of the number of trades executed between January 2012 and June 2013.³³ Further information regarding HFT characteristics, strategies and risks can be found in the July 2011 IOSCO Consultation Report *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*³⁴ and

³⁰ Published at: http://www.iiroc.ca/Documents/2012/c03dbb44-9032-4c6b-946e-6f2bd6cf4e23_en.pdf.

³¹ We acknowledge that, effective November 1, 2013, the TSX and TSXV revised its fee model for securities priced under \$1 to introduce symmetrical fees (i.e., both the active and passive sides pay the same fee per share traded).

³² Published at: http://www.iiroc.ca/Documents/2012/c03dbb44-9032-4c6b-946e-6f2bd6cf4e23_en.pdf.

³³ Published at: http://www.iiroc.ca/Documents/2013/03603d99-c3ef-4fb6-8b94-a6b6aa857cf3_en.pdf.

³⁴ Published at: www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD354.pdf.

in a March 2014 review published by Staff of the Division of Trading and Markets of the U.S. Securities and Exchange Commission.³⁵

While supporters of HFT point to increased liquidity and narrowed spreads as being positive outcomes, others have raised questions about the accessibility of the liquidity being provided and the extent to which spreads have actually narrowed.³⁶ Concerns have also been raised regarding how potential technology and speed advantages of HFT firms, together with competition amongst them for passive rebates, may have contributed to increased intermediation and the “crowding out at the quote” of other participants. This is said to be contributing to the increased cost burden for dealers, and in particular retail dealers, to the extent that they are more frequently takers of liquidity, and thus more frequently paying active trading fees.

IIROC is continuing with Phase III of its HFT study that may help to identify whether there are in fact specific market quality or market integrity issues with high frequency trading that need to be addressed through new or amended regulation.

In the meantime, we and IIROC have been focussed on introducing and amending requirements applicable to the “infrastructure of trading”. Specifically, the introduction of *Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Electronic Access to Marketplaces* (ETR) and the proposed amendments to the Marketplace Rules and other requirements found in UMIR, impose requirements on dealers and marketplaces to manage the risks associated with all electronic access to marketplaces, including HFT. These requirements include pre-trade controls, coordinated volume and price thresholds, single stock and market wide circuit breakers, and a host of operational requirements, including quality assurance requirements, applicable to marketplaces in introducing and launching systems. A report published by the OSC relating to work performed by a consultant retained to examine the regime concluded that currently no gaps exist in ETR.³⁷

4. Implementation of regulatory framework for dark liquidity (Dark Rules)

Commencing in October 2009, the CSA together with IIROC published a series of joint papers that resulted in the implementation of the Dark Rules, which outline the regulatory approach to dark liquidity.³⁸ These rules require a resting dark order to provide meaningful price improvement to another order which is small in size, define the “minimum price improvement” needed to be meaningful, and establish priority for visible orders over dark orders at the same price on the same marketplace.

What has been observed since the implementation of the Dark Rules is that certain dark trading facilities experienced a sharp decline in trading activity.³⁹ It has been suggested that the primary reason for this is that the price improvement requirements removed the economic incentive for the liquidity providers in these facilities to continue to provide passive liquidity. As a result, the

³⁵ Published at: http://www.sec.gov/marketstructure/research/hft_lit_review_march_2014.pdf.

³⁶ See for example: *Evolution of Canadian Equity Markets*, RBC Capital Markets, February 2013.

³⁷ OSC Staff Notice 23-702 *Electronic Trading Risk Analysis Update*, published at: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn_20131212_23-702_electronic-trading-update.pdf.

³⁸ This consisted of three joint papers being: (1) Joint CSA / IIROC Consultation Paper 23-404 *Dark Pools, Dark Orders, and Other Developments in Market Structure in Canada* published in October 2009 in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 6, No. 39, p. 236; (2) Joint CSA / IIROC Position Paper 23-405 *Dark Liquidity in the Canadian Market* published in November 2010 in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 7, No. 46, p. 327; and (3) Joint CSA / IIROC Staff Notice 23-311 *Regulatory Approach to Dark Liquidity in the Canadian Market* published in July 2011 at (2011) 34 OSCB 8219.

³⁹ Most notably, Alpha IntraSpread which saw its market share of volume drop from 3.6% in the calendar month before the implementation of the Dark Rules (being September 2012) to 0.3% in the calendar month after (being November 2012).

dealers that were utilizing those dark facilities to help manage their active trading costs (while also providing their clients with price improvement opportunities) are having more of their active flow trading on visible markets with higher active trading fees. This contributes to their overall cost burden and provides incentives to find alternative means to mitigate their costs.

We note that the implementation of the Dark Rules did not introduce the issues that are contributing to high active-passive ratios for dealers, and high active trading costs. However, when they were introduced, they changed the economics of trading in the dark and the landscape within which dealers could find cost relief. That being said, we note that the intended outcome of the Dark Rules was to reassert the priority of the visible market and the importance of price discovery being achieved through the use of visible orders.

5. Potential issues with market data fees

The magnitude of market data fees incurred by a dealer is directly impacted by its business model, and the choices it has made with respect to the services it will provide to clients. This has become clear through our continued work on data fees since the publication of the Data Fees Paper and our ongoing discussions with market participants. For example, in some cases dealers (typically those with a specific client base to whom data is not provided) did not identify market data fees as an area of significant concern. For these firms however, the primary issues identified with respect to market data fees were related to the potential for OPR to support marketplaces through the captive consumer issue, and their view as to the potential disconnect between the value and cost of data for some of the smaller marketplaces. Further, we also heard frustration regarding larger marketplaces which may have seen sustained decreases in market share but have not correspondingly adjusted their data fees.

For other dealers, especially those that provide data to clients (whether institutional or retail), and those with a large retail investment advisor network, market data fees were a significant concern. Aside from any relationship that might exist between data fees and OPR (and to a lesser extent best execution), the concerns with respect to market data fees incurred by these dealers seemed to relate mostly to the following:

- the increasing cost to acquire data from all markets as a result of additional visible marketplaces charging for data;
- the potential that data fees are not subject to sufficient competitive forces as a result of both marketplace control over the production and pricing of their market data products, and the inability to substitute market data from one marketplace with that from another.

These issues were considered in the Data Fees Paper, but only in relation to fees paid by professional subscribers. As a result of our discussions with participants and further consideration of data fee issues more generally, we have placed some additional focus on the level of non-professional market data fees.

While non-professional data subscribers would not be subject to the captive consumer issue associated with OPR, they may be subject to a similar effect as a result of the second of the two issues identified in the bullets above. This group may use data primarily to obtain indicative pricing information and as such, acquiring data from all marketplaces may not be necessary. Although this potentially allows for competitive pricing to manage the fees charged to these groups, it appears that the industry continues to rely primarily (and in many cases solely) on the

listing exchanges as their source of market data for indicative pricing purposes.⁴⁰ This observation is based both on our interviews with participants, as well as our understanding of other marketplaces' efforts in recent years to present their market data to the dealer community as a cheaper but effective substitute for indicative pricing purposes. As it relates to non-professional subscribers, a comparative review of the fees charged by Canadian listing exchanges and similar fees both in the US and internationally indicates that non-professional market data subscribers in Canada receive a significantly lower percentage discount to professional fees, relative to their US and international peers. More details on this analysis are provided later in this notice.

6. Best Execution in a multiple marketplace environment

The best execution requirements under Part 4 of Regulation 23-101 and UMIR 5.1 become more complex in a multiple marketplace environment. Although best execution is currently subject to compliance with OPR requirements, it is still a fundamental principle. Notwithstanding that compliance with OPR may require direct or indirect access to marketplaces and market data, best execution may ultimately raise similar captive consumer issues. However, in the context of best execution, these issues may result more from the particular business decisions made by dealers in determining whether executing on particular marketplaces would result in best execution for their clients.

Best execution in a multiple marketplace environment can also be impacted by conflicts of interest that may influence the handling and routing of client orders. These conflicts can arise from ownership in marketplaces, including ownership incentive programs, or as a result of the incentives created by fees and fee models, such as those mentioned earlier in this notice in the context of the maker-taker and inverted maker-taker fee models.

D. SUMMARY OF REVIEW

In completing our review of OPR, we are of the view that the objectives of the rule (the protection of better-priced displayed orders across multiple marketplaces to instil and ensure confidence, and to facilitate liquidity provision and efficient price discovery) continue to be important. As a result, we remain committed to our view that order protection is and should continue to be, a fundamental part of the Canadian market. However, our review of the costs and benefits of OPR, and our observations during the evolutionary years of the current competitive environment (spanning the former 'best-price regime' and the current OPR regime), indicate that OPR as implemented, has contributed to additional costs and inefficiencies that should be addressed.

More specifically, we think that the costs and inefficiencies associated with protecting 100% of displayed orders from trade-throughs⁴¹ may not be sufficiently justified by the benefits of full-scope protection. Furthermore, we are concerned that OPR does act as a support for marketplaces in that market participants are captive consumers of certain marketplace services. While it appears that some degree of choice does exist for some dealers to manage access to visible markets and the associated costs (e.g., membership and connectivity costs), the fact remains that OPR compliance necessitates that all marketplace participants must access trading on each visible market either directly or indirectly – ultimately some participant must be a

⁴⁰ Part of this might also relate to a non-professional client's lack of awareness of markets other than the listing exchanges, and their desire to see their non-marketable limit orders displayed on the exchange.

⁴¹ Other than those trade-throughs for which exceptions are currently provided under OPR.

member of a marketplace to facilitate connectivity for themselves and others. Consequently, we think that OPR does provide support for all visible marketplaces, from dealers and access vendors seeking access to trading. This translates into costs for marketplace participants (whether directly, or indirectly through the fees charged by an executing broker or vendor for facilitating access) that may not be reasonable. In addition, we agree that dealers controlling their own order flow must obtain data to make routing choices, which further bolsters the argument that OPR is acting as a support for marketplaces, and impacts dealer and vendor costs. We note however, that the debate regarding the extent of the data or number of data feeds necessary for these purposes will likely continue.

In addition where OPR is acting as a support for marketplaces, providing incentives for the launch of new trading venues or supporting the continued viability of a marketplace that would not otherwise exist, we think that the rule is promoting both the trading inefficiencies and broader market inefficiencies discussed in this notice.

Against this backdrop remain questions regarding whether full-scope application of OPR is necessary to produce the desired results of confidence in the fairness and integrity of the market and the efficiency of the price discovery process and the market in general. This is particularly the case when considering the likelihood that many of the passive displayed orders benefitting from OPR protection may be entered by participants whose confidence in the fairness and efficiency of the markets, and whose continued willingness to participate and contribute to price discovery, may be less impacted by any variation in the level of protection afforded. As previously noted, a further consideration is the benefit provided by OPR to those clients whose primary interest is obtaining the best price for their orders, in that OPR ensures continued alignment of client and dealer interests in such circumstances.

Consequently, as a result of our review of OPR we are of the view that we should take steps to help reduce the extent to which OPR acts as a support for marketplaces, and to mitigate the related cost issues. However, these measures must be balanced against both the original objectives of OPR, and considerations related to the effect on competition and innovation. Further, based on our assessment of matters relating to trading and data fees as well as related work on the Data Fees Paper, we think that other existing issues in these areas warrant further attention.

Finally, in considering any potential solution to these issues, it is important to recognize that best execution obligations in a multiple marketplace environment could produce similar captive consumer and regulatory support issues, if a dealer believes that access to certain venues is essential for ensuring compliance with rules. We are of the view that the best execution guidance, along with dealer reporting requirements should be examined to ensure clarity of expectations by both regulators and clients.

III. APPROACH TO ADDRESSING ISSUES ASSOCIATED WITH OPR

We are proposing an approach that will adjust the application of OPR, primarily by limiting order protection to marketplaces that meet a threshold, and more directly regulating trading and data fees (the Proposed Approach). Using this approach, we are maintaining OPR as a fundamental part of our regulatory regime while recognizing some of the inefficiencies and costs resulting from full OPR implementation and addressing the captive consumer and regulatory support issues. The Proposed Approach is also intended to provide dealers with flexibility to determine when and if to access trading on certain marketplaces to achieve best execution for clients. We are also setting out a proposal regarding trading fees, which will involve a cap on active trading

fees in the near-term for some securities, and the outline of our intention to study the imposition of restrictions on the maker-taker fee model. Finally, we are proposing a response on data fees to address the primary areas of concern raised during our consultations with stakeholders through both the Data Fees Paper, and the interviews conducted during the OPR review. More details on the Proposed Approach are set out below.

The amendments proposed to Regulation 23-101 are necessary to implement the Proposed Approach. These amendments are described below and published with this notice.

A. Amendments to OPR

We are proposing that the scope of the application of OPR be reduced, so that it does not apply to displayed orders on all visible marketplaces. This approach allows for consistency with our objectives for OPR – primarily those relating to confidence and promoting price discovery – while acknowledging that a full-scope application of OPR to displayed orders on all markets might not be efficient or necessary to reasonably achieve those objectives.

The implementation of an approach that would reduce the scope of the application of the rule is intended to provide additional flexibility for dealers, as OPR will not apply to the displayed orders on all marketplaces. This should help dealers to better manage some of the implicit and explicit costs associated with accessing trading on all visible marketplaces, and also reduce the extent to which OPR acts as a support for marketplaces.

1. Description of OPR proposal

- Visible orders entered on a marketplace that meets or exceeds a market share threshold set by the CSA will be protected.
- Visible orders on exchanges that do not meet the OPR threshold will be protected for securities listed on that exchange.
- The initial market share threshold will be set at 5% market share of the adjusted share volume and value of trades.
- The market share threshold will be calculated based on continuous auction trades that involve passive displayed orders subject to the protection of OPR and will exclude trades such as crosses, or those involving dark orders, opening and closing calls, special terms, etc.

We are proposing to introduce a market share threshold at or above which the displayed orders on a marketplace will be protected. What this means is that marketplaces and dealers that choose to take on the OPR obligation will be required to have policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs of displayed orders on a marketplace, or on its market or facility⁴², that has a market share at or above the threshold. This will be achieved by amendments to the definitions in Regulation 23-101. Specifically, we propose to make the following changes.

- We propose to amend the existing definitions of 'protected bid' and 'protected offer' to add the qualification that the order be entered on a marketplace that has met the market

⁴² The definition of "marketplace" in Regulation 21-101 and under the *Securities Act* (Ontario) includes reference to a market or facility.

share threshold or on a listing exchange (both referred to as 'protected markets' for the purposes of this notice, and other marketplaces that have not met the threshold being referred to as 'unprotected markets'), subject to certain limitations for orders entered on listing exchanges as outlined below.

- We will confirm in section 1.1.7 of Policy Statement 23-101 that the definition of 'trade-through' applies to a trade executed on either a protected or unprotected market, where the trade occurs at an inferior price to the best priced protected order. It does not apply to a trade that occurs at an inferior price to an order displayed on an unprotected market.

(i) Calculation of the market share threshold

We are proposing a 5% adjusted⁴³ market share threshold to achieve a protection objective of at least 85-90% of the volume and value of adjusted trades (adjusted based on the exclusions outlined below). In our view, it is important to address the inefficiencies associated with the full implementation of OPR, but maintain a meaningful level of order protection.

We propose that the 5% adjusted market share calculation be based on a combined average share of the volume and value traded (each equally weighted). It will be calculated based on the share of trading over a one-year period, and will be applied at the market or facility level where the marketplace is comprised of more than one visible market or facility.⁴⁴

Volume traded was selected as a trade metric because, in our view, it is most related to our objectives to protect passive orders. We propose to equally weight volume traded with value traded, however, to offset some of the effects on share volume of a market that trades primarily low value securities. We had considered using the number of trades on a marketplace to determine the market share threshold, but were concerned that this measure could potentially overweight the results in favour of marketplaces which may have a high number of low-volume trades. It is our view that the total volume traded on each marketplace would account for the same data without the potential outcome skewing which could result from a measure of the number of individual trades.

We considered the use of order-based metrics, which may seem to be more consistent with our objective of order protection. However, we were concerned that these might be more susceptible to manipulation for the purposes of achieving a threshold.⁴⁵

With respect to the calculation of the market share threshold, we propose excluding all trades that did not involve a passive displayed order subject to the protection of OPR. Generally this would exclude trades involving non-displayed orders as well as 'calculated-price orders' and 'non-standard orders'.⁴⁶ More specifically, excluded from the calculation of market share would be:

- trades involving dark passive orders,
- the non-interfered portion of intentional crosses⁴⁷,

⁴³ Equally weighted between the combined average share of the volume and value traded.

⁴⁴ For example, there are currently marketplaces comprised of distinct visible continuous auction order books to which the market share threshold should be applied separately.

⁴⁵ It may be easier for a marketplace to incent the placement of orders for the sole purposes of affecting the outcome of a threshold calculation, than it would be to incent actual trades.

⁴⁶ The terms 'calculated-price orders' and 'non-standard' orders are currently defined in Regulation 23-101.

⁴⁷ On some marketplaces, the execution of an intentional cross by a dealer can be broken up or "interfered" with by an existing order from the same dealer, which has already been entered on the marketplace at the same price as the intentional cross. Because the interfering order would have been subject to OPR protection, it would be included in the calculation of market share.

- trades from call markets or call facilities (including existing opening and closing call facilities),
- odd-lot trades,
- auto-executed trades in fulfillment of a market maker's minimum guarantee obligation or through participation rights/obligations, and
- trades involving special terms orders.

We note that we are not proposing to calculate the market share on a listed-market basis (that is, market share would be calculated on a total market basis rather than on a listed-market basis). We had considered this alternative approach; however, we found that it might have the effect of introducing additional complexity and confusion, particularly if it results in different marketplaces being protected for one set of traded securities but not another.⁴⁸ We recognize, however, that our proposed approach would have this effect given that an exchange could be protected only for its listed securities – although, the potential for this issue to arise is higher if we were to calculate the market share threshold on a listed-market basis.

As indicated, we are of the view that full OPR implementation has led to some costs and inefficiencies. We think that the application of a 5% market share threshold, with the objective of capturing at least 85-90% of the volume and value of adjusted trades, would alleviate some of these costs and inefficiencies while maintaining our policy objectives to have order protection to foster confidence in markets and price discovery. To assess the potential impact, we calculated the adjusted market share in the manner proposed and applied the market share threshold based on calendar 2013 data. The following reflects the results:

Market	Share of 2013 Adjusted Traded Volume	Share of 2013 Adjusted Traded Value	Average Share of 2013 Adjusted Traded Volume and Value
Alpha	15.06%	16.23%	15.65%
Chi-X	9.59%	14.48%	12.04%
CX2	3.05%	2.79%	2.92%
CSE	1.77%	1.56%	1.67%
Omega	1.82%	1.28%	1.55%
TMX Select	1.71%	1.93%	1.82%
TSXV	23.33%	0.81%	12.07%
TSX	43.67%	60.93%	52.30%

As seen from the above, four of the eight visible markets in operation as at the end of 2013 would have met the 5% threshold based on the average of the volume and value of adjusted trades (boxed portion of above chart). One additional marketplace that did not meet the threshold and is a recognized exchange (CSE) would have also been considered a protected market, but only for its listed securities. We also found that slightly over 90% of the volume and value of adjusted trades would have occurred on what would have been considered to be protected markets.⁴⁹

⁴⁸ For example, it could result in an ATS (or multiple ATSs) being considered a protected market for X-listeds, but not for Y-listeds. This could create additional complexities for ensuring trade-through prevention, as well as the prevention of locked and crossed markets. It could also create additional confusion for market participants if some securities traded on the ATS (the unprotected set) are subject to a higher incidence of trade throughs, and are being locked and crossed with by orders on other markets.

⁴⁹ We acknowledge that the market share results may have differed had the market share threshold actually been applied to 2013. However, we note that the markets that would not have been protected based on the 2013 threshold year may have seen a

(ii) Treatment of Listing Exchanges

We are proposing that the displayed orders of a recognized exchange that does not meet the market share threshold would be protected, but only with respect to those securities listed and traded by the exchange. A newly established recognized exchange would automatically be a protected market upon commencement of trading, subject to the same limitations. Similar to how the market share threshold calculation will be applied, protected market status for any recognized exchange in these circumstances may be applied at a market or facility level – for example, where the recognized exchange is comprised of more than one visible market or facility.

This approach is intended to ensure that a listing market which would otherwise be unprotected is not unfairly disadvantaged by OPR with respect to its own listings, in circumstances where another protected market chooses to offer trading in those listings.⁵⁰ We also think that it is important to provide protection to those markets that are contributing to the capital raising process, but note that despite considering an exchange to be protected when below the market share threshold, OPR will not force participants to trade the securities listed by any such exchange. OPR will only be relevant for that exchange if a participant chooses to offer trading in the listed securities to its clients, and where there is another marketplace trading those same securities. We had considered limiting protection in these circumstances to the listed securities of the exchange that are not already cross-listed on another protected exchange. This was intended to ensure that an exchange would not use cross-listings to obtain benefit, or additional benefit, from protected market status. However, we were concerned with the potential burden this might impose on dealers and vendors as it may require new technology solutions to enable routers to distinguish between markets on a symbol-by-symbol basis. We intend to monitor for the possibility of an exchange seeking cross-listings solely for the purpose of seeking some benefit from protected market status, and will consider further steps to address this if necessary.

For the approach being proposed, there may also be additional considerations for routers in unique circumstances where a security is listed on two exchanges.⁵¹ We note, however, that such situations can exist under the current OPR framework and that this is not introducing any new complications or costs.

As a matter of implementation, where not all displayed orders on a recognized exchange are protected, we are considering whether it would be necessary and appropriate to require that it provide access to trading and market data pertaining to those listed securities in an 'unbundled' manner.⁵²

(iii) Process for setting the market share threshold and identifying the protected markets

reduction in routed active order flow, to the extent that certain participants are only routing to those markets for OPR compliance and might not continue to do so in all cases, if not otherwise required.

⁵⁰ Regardless of whether any other protected market also lists these securities, or only makes these available for trading.

⁵¹ For example, if a new ETF was to simultaneously list on two exchanges, it would likely necessitate that it be treated as being a listing of each exchange and routers must be able to accommodate the cross listing.

⁵² For example, by offering membership to trade only those symbols for which the orders displayed on the recognized exchange would be protected, or by offering market data feeds comprising order and trade information for those symbols. We note that in circumstances where an exchange only offers trading in its listed securities (including cross-listeds), imposing these additional requirements may not be necessary. These requirements may be more necessary for an exchange that also trades securities solely listed on another exchange (sometimes referred to by exchanges in Canada as 'other traded securities').

It is proposed that the process for calculating the market share threshold and identifying those marketplaces, markets or facilities, whose displayed orders would be protected (i.e. those at or above the threshold, and certain listing exchanges) will be carried out on an annual basis. This will be done by the CSA, with input and assistance from IIROC. A list of protected markets (including any recognized exchanges whose listed securities only will be protected) would be made public on the websites of both the securities regulatory authorities and IIROC.

We also propose that marketplace participants and marketplaces be given approximately three months after publication of each annual list to make any adjustments to operational processes required to reflect changes in the status of protected and unprotected markets – after this, the published list will take effect.⁵³ We are proposing an effective period for protection of one year, subject to annual renewal, in order to minimize both the costs for dealers and vendors, as well as the confusion for investors that might arise if protected market identification was performed more frequently (e.g., monthly or quarterly).

We also intend for information regarding the threshold criteria and process, including the specifics regarding the time periods covered by the calculation and the effective date and duration of the published lists, to be publicly available.

(iv) Changes to threshold criteria or process

We note that in the proposed amendments to section 1.1.3 of Policy Statement 23-101, we indicate that the market share threshold will be monitored and reviewed. As the market will continue to change over time, we will continuously examine these metrics relative to the objective of ensuring that at least 85-90% of the volume and value of trading involving passive displayed orders occurs on protected markets, and will make changes if and where appropriate. Any changes will be made with sufficient advance notice to industry.

(v) Initial implementation

We note that prior to the initial implementation of the OPR amendments, there may be additional visible marketplaces seeking to commence operations that would display orders protected by OPR as at the marketplace's launch, but which might then not be considered protected once the OPR amendments are implemented. Consideration may be given as to whether it might be appropriate to not apply OPR with respect to a visible marketplace that launches before initial implementation, depending on the particular circumstances.

Question 1: Please provide your views on the proposed market share threshold metrics, including the types of trades to be included in and excluded from the market share calculations, and the weighting based on volume and value traded. Please describe any alternative approach.

Question 2: Is a 5% percent market share threshold appropriate? If not, please indicate why.

Question 3: Will the market share threshold as proposed help to ensure an appropriate degree of continued protection for displayed orders? In that regard, will

⁵³ As an example, if the threshold is calculated based on market share of trading over January 1 to December 31 of a year, the list could be published on January 15 to become effective on April 1.

the target of capturing at least 85-90% of volume and value of adjusted trades contribute to that objective?

- Question 4:** Will the market share threshold as proposed affect competition amongst marketplaces, both in relation to the current environment or for potential new entrants? Please explain your view.
- Question 5:** Is it appropriate for a listing exchange that does not meet the market share threshold to be considered to be a protected market for the securities it lists? If not, why not?
- Question 6:** If the Proposed Amendments are approved, should an exchange be required to provide unbundled access to trading and market data for securities it lists and securities that it does not list? Please provide details.
- Question 7:** What are your views on the time frames under consideration for the market share calculation and identification of 'protected market' status?
- Question 8:** What allowances should be made for a new dealer that begins operations during the transitional notice period with respect to accessing a marketplace for OPR purposes that no longer meets the threshold?
- Question 9:** Are there any implementation issues associated with the 'protected market' approach?
- Question 10:** What should the transition period be for the initial implementation of the threshold approach, if and when the Proposed Amendments are adopted, and why?

2. Implications for “best bid price”, “best ask price” and “better price” under UMIR

In our view, implementation of the OPR amendments would necessitate changes to UMIR in order to ensure clarity and consistency with the revised approach to OPR. Specifically, changes would need to be made to UMIR to redefine “best bid price”, “best ask price” and “better price” so as to relate these to the best-priced *protected* bid and offer as displayed across *protected* markets. The best bid price, best ask price and a better price would thus be calculated based on the consolidated best-priced “protected orders”⁵⁴, and would not include displayed orders on unprotected markets. We think that price discovery should continue to be efficient, and expect that the consolidated best prices across protected markets should generally reflect the best prices across all visible markets (both protected and unprotected).

We acknowledge that re-defining best and better price under UMIR to reflect the best-priced protected bid and offer for OPR purposes, might not fully achieve the policy results intended under the specific UMIR provisions (e.g., best / better price requirements or exceptions under order exposure and dark trading rules). However, we think that this approach is appropriate to mitigate other complexities and inconsistencies that could arise if “best bid price”, “best ask price” and “better price” under UMIR differed from best price for OPR purposes. We, together with IIROC, intend to monitor the extent to which best prices on unprotected markets differ from best prices on protected markets to assess whether this approach requires modification.

⁵⁴ As defined in Regulation 23-101.

We note that other amendments to UMIR may be necessary to facilitate the implementation of the OPR amendments. IIROC is publishing its proposed amendments for comment concurrently with the publication of this notice – please refer to IIROC Rule Notice 14-0124.

3. Locked and crossed markets

With the changes being proposed to OPR, the provisions relating to locked and cross markets also require amendment. We continue to be of the view that the provisions preventing intentional locks and crosses of orders are appropriate to foster investor confidence and market efficiency. However, imposing a market share threshold on the application of OPR without changing the locked and cross markets provisions would force participants to access marketplaces solely to prevent locked and crossed markets, despite not being required to for OPR purposes. This outcome would undermine the objectives that we are trying to achieve.

Consequently, we are proposing to limit the application of the locked and crossed provisions to protected orders. This would not preclude participants from entering orders on protected markets that would lock or cross orders displayed on an unprotected market. Although this would result in an increase in the instances of locked and crossed markets across all visible markets, we think that the outcome represents a reasonable balance between important policy objectives of the prohibition and the goal of addressing some of the costs and inefficiencies of OPR in its current form.

We note that a locked or crossed market created when a protected order locks or crosses an order displayed on an unprotected market should be minimal in duration, as the requirements would continue to restrict any further orders from being entered that would intentionally lock or cross with that protected order.

Question 11: Please provide your views on the proposed approach to locked and crossed markets. If you disagree, please describe an alternative approach.

4. Best execution obligations and disclosure

(i) Dealers achieving best execution

By imposing a market share threshold for the application of OPR, the Proposed Amendments provide marketplace participants with the ability to determine whether to access displayed orders on the marketplaces below the threshold. We expect that this determination will include considerations based on best execution obligations. We recognize that in a multiple marketplace environment, achieving best execution is more complex and challenging. Dealers must regularly and rigorously review their practices, market conditions and the needs of their clients in order to determine on which marketplaces they must access trading. There is no requirement under the best execution obligations in Regulation 23-101 or UMIR that would require all marketplace participants to access trading on all marketplaces – it is a decision to be made in the context of obtaining the most advantageous execution terms reasonably available in the circumstances. As such, we do not think it is appropriate to dictate best execution practices or provide a checklist. Each dealer has different business models and different clients, and it is our view that to achieve best execution, dealers need the flexibility to examine these models and their clients to determine their best approach. It may be that the various business lines or trading desks have slightly different policies and procedures, and we think that this outcome is appropriate as different clients may each have specific needs.

That being said, we are of the view that additional guidance is necessary to provide greater clarity with respect to how to determine best execution policies and procedures. We have therefore amended and added guidance in Policy Statement 23-101 to indicate that in making decisions as to whether to access trading on a particular marketplace, including an unprotected market, a dealer should consider how this decision will impact its ability to achieve best execution for its clients. This is intended to provide the dealer with additional flexibility to decide for itself what is best for its clients.

The proposed guidance also sets out our expectation that documented best execution policies and procedures include the rationale for decisions on accessing marketplaces, and that the rationale should be reviewed for continued reasonableness at least annually, and more frequently if needed because of changes to the trading environment and market structure. We have also identified a number of factors that should be considered as part of such decisions, including the frequency at which a better priced order is available on a marketplace, size and depth of quotes, traded volumes, the potential for market impact, and market share.

We have also clarified that what constitutes “best execution” will vary depending on the particular circumstances, and is subject to a “reasonable efforts” test. We have reiterated that best execution obligations do not apply on an order-by-order basis – it is a policies and procedures obligation to achieve best execution based on the circumstances, market conditions and the needs of clients.

To meet the “reasonable efforts” test, a dealer should be able to demonstrate that it has designed and maintained, and has abided by, policies and procedures that (i) require it to follow the client’s instructions and the objectives set, and (ii) outline the process it has designed towards the objective of achieving best execution.

We note that because many marketplace participants are exempt from the requirements in Regulation 23-101 as they are subject to UMIR requirements, we expect that similar changes to the best execution guidance would also be made to UMIR policies and guidance.

Question 12: Is the guidance provided sufficient to provide clarity yet maintain flexibility for dealers? If not, what changes should be considered?

(ii) Dealer disclosure to clients

It is also important in the complex trading environment for clients to be able to better understand how their dealers are handling and routing their orders. They need this information to be able to make informed decisions regarding the use of a dealer’s services. To foster the provision of this information, we are proposing new disclosure requirements for dealers regarding their best execution policies. The required disclosure will focus on clarity of order handling and routing, and on potential conflicts of interest arising as a result of ownership or fee considerations that could impact its order handling and routing decisions. Proposed section 4.4 of Regulation 23-101 sets out these requirements. Proposed changes to Policy Statement 23-101 will also provide additional guidance regarding the expected level of disclosure.

Some of the more general disclosure being proposed applies to dealers with respect to all securities, while the more detailed disclosure regarding order handling and routing practices applies only with respect to exchange-traded securities, other than options. Because of the application of best execution and trading restrictions imposed on or being considered for dealers

that are not investment dealers, the proposed disclosure requirements in effect apply to investment dealers. We are not contemplating any best execution disclosure requirements applicable to advisers at this time.

We note that best execution disclosure requirements for dealers had previously been proposed in 2007 and 2008,⁵⁵ but it was decided not to proceed at that time. We think that proposing some disclosure for dealers at this time is appropriate given how the OPR amendments might introduce added uncertainty for clients around the handling and routing of their orders in the context of unprotected markets.

Question 13: Please provide your views on the proposed dealer disclosure to clients.

Question 14: What should the transition period be for the proposed disclosure requirements, if and when the Proposed Amendments are adopted, and why?

5. Consolidated data

CSA Staff Notice 21-309 *Information Processor for Exchange-Traded Securities other than Options*⁵⁶ described the need for an information processor as being twofold:

“first, where there are multiple marketplaces trading the same exchange-traded security, an information processor will address information fragmentation and provide investors and market participants with at least one source of consolidated data. Second, an information processor will facilitate compliance by marketplace participants with relevant regulatory requirements in a multiple marketplace environment. It will ensure the availability of consolidated data that meets regulatory standards and which users, as well as regulators, could use to demonstrate or evaluate compliance with certain regulatory requirements like best execution, short selling and "best price" or trade-through obligations.” [emphasis added]

Staff continue to think that consolidated data from all equity marketplaces, including any unprotected markets, should continue to be made available by the IP for the purposes of the above-stated objectives. However, due to the proposed OPR amendments, the IP may be required to make changes to how it consolidates and distributes data to allow consumers to distinguish data from protected and unprotected markets, and to discern which best priced displayed orders are protected. We will discuss this issue with the TSX IP and will determine what changes are necessary prior to the implementation of the OPR amendments.

Question 15: Are changes to the consolidated data products provided by the IP needed if the amendments to OPR are implemented? If so, what changes are needed and how should they be implemented?

B. Trading fees

⁵⁵ As proposed in *Joint Canadian Securities Administrators / Market Regulation Services Inc. Notice on Trade-Through Protection, Best Execution and Access to Marketplaces* published in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 4, No. 16, p. 358 and re-proposed in *Notice and Request for Comment / Proposed Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation / Proposed Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules*, published in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 5, No. 41, p. 275.

⁵⁶ Published on June 5, 2009 at (2009) 32 OSCB 4585.

In the context of the OPR review and more generally, participants have raised concerns regarding trading fees. Some of these concerns are tied to the implementation of OPR. In particular, participants raised concerns about the implications of OPR on their active trading costs given that OPR necessitates that participants trade against the best-priced displayed orders regardless of the fees charged by a marketplace showing those orders. Other concerns have been raised that are not related to OPR, pertaining to the predominant trading fee model being used by Canadian marketplaces – the maker-taker model. Specifically, as we have discussed, arguments have been made that the model distorts transparency of the quoted spread, introduces inappropriate incentives and excessive intermediation, and creates conflicts of interest that are more difficult to manage.

When OPR was initially proposed, we considered implementing a cap on trading fees. The primary rationale for the cap was to ensure that marketplaces did not substantially raise their fees to try to take advantage of the OPR regime.

During the comment process, commenters were divided on whether a cap should be implemented. Several expressed the view that an upper limit on fees should be set, but there was no consensus on what this limit should be. One commenter suggested that the CSA adopt procedures to prevent marketplaces from establishing fee models which take advantage of OPR by paying large credits for liquidity with the intention of charging high fees for orders routed pursuant to OPR. Others believed that a strict fee cap should not be set and that the issue would be addressed by market competition. A report from the OPR Implementation Committee concluded that it was advisable to include a trading fee limitation as part of the proposed rule. While divided on a specific cap, the Implementation Committee recommended that the CSA should consider adopting the model used in the United States, which defines a fee cap for stocks trading above \$1, and a percentage of the value of the trade for stocks trading below \$1. The CSA ultimately took the position of maintaining a principles-based approach and did not set a specific trading fee cap.

Since that time, we have observed competition among marketplaces based on both trading fee levels and models. We have also seen how the entrance of new competitors initially created downward pressure on trading fees. Despite this, there are incentives for marketplaces to charge high active trading fees, and competitive pressures that should otherwise mitigate this issue might not be as effective in an OPR environment.

In response to the concerns about the captive consumer issue and high fees, we are proposing that a cap be implemented on trading fees in the short term. We are also intending to move forward with the development of a pilot study to determine the implications of a prohibition of the payment of trading rebates.

1. Description of trading fee proposal

- Cap active trading fees for trading in equity securities and exchange-traded funds upon implementation of the OPR amendments, as follows:
 - \$0.0030 per share or unit traded for equities / units priced at or above \$1.00
 - \$0.0004 per share or unit traded for equities / units priced below \$1.00
- Conduct a pilot study on the prohibition of the payment of rebates by marketplaces for a sample of securities.

(i) Caps on active trading fees

In response to concerns raised about marketplaces taking advantage of captive consumers to charge high active fees, we are proposing to cap active trading fees for all continuous auction trading in equity securities and exchange-traded funds (ETFs) (together, the included securities). The cap proposed for trades in the included securities when priced at or above \$1.00 is 30 mills or \$0.0030 per share or unit traded – the same level as the current U.S. cap. For trades in the included securities when priced below \$1.00, the cap proposed is 4 mills or \$0.0004 per share or unit traded – the highest active trading fee currently charged by a Canadian marketplace with respect to trading in TSX and TSXV-listed securities. The caps would take effect upon implementation of the OPR amendments. The caps are reflected in the proposed addition of section 6.6.1 to Regulation 23-101.

We are proposing to set the active trading fee cap for securities priced at or above \$1.00 at the same level as that which is applied in the U.S. to all marketplaces for those securities. This proposed cap represents an established baseline that was created in the U.S. in the context of similar order protection requirements. When comparing current marketplace active fee levels for continuous auction trading in included securities priced at or above \$1.00, we note that most marketplaces charge active trading fees that are slightly under this cap. However, we estimate that over the last three months of 2013, approximately 40% of the total volume traded in securities priced at or above \$1.00 would have been subject to active trading fees higher than the proposed cap.^{57,58} We recognize that this fee cap is considered by some in the U.S. to be high. We chose to use it as it was an established benchmark, and note that we are planning to take further action with respect to the payment of rebates (outlined below). We think it is more appropriate to focus on the design of the pilot being considered, and the measurement of its results, than on a different number for the caps that are primarily intended to be interim measures.

For the cap on active trading fees for included securities priced below \$1.00, we similarly considered applying the U.S. cap for similarly priced securities – being 0.3% of the value traded. However, we noted that when comparing current marketplace fee levels for included securities priced under \$1.00, they are in many cases already well below what would be charged if the

⁵⁷ The 40% represents continuous auction trading in equity securities only, as no visible marketplace during that period charged fees for continuous auction trading in ETFs in excess of the proposed cap. It also reflects only those continuous auction trades that involve a passive displayed order that would have been subject to the current OPR. This is represented as a percentage of total volume traded across all marketplaces, which is inclusive of both continuous and non-continuous auction trading and other trades that would not otherwise involve a passive displayed order.

⁵⁸ We also note that impacted marketplaces may be able to adjust the rebates they provide to maintain its profit per trade.

U.S. cap was applied.⁵⁹ In addition, we estimate that over the last three months of 2013, only approximately 6% of the total volume traded in securities priced below \$1.00 would have occurred at fee levels above the U.S. cap.⁶⁰ Consequently, we questioned the rationale for implementing a similar cap at this time for trades in included securities priced under \$1.00. We also questioned the rationale for imposing a cap that is applied as a percentage of value traded given that current billing practices for the included securities are to charge at a per share or unit rate. We determined it would therefore be appropriate that if imposing a cap for included securities priced below \$1.00, it be set at the highest rate currently being charged for either of TSX or TSXV-listed securities⁶¹ – being 4 mills or \$0.0004 per share or unit traded.

We note that under a revised OPR regime, there may be some visible marketplaces that will not have captive consumers. Despite this, we are proposing to apply the active trading fee caps to all visible marketplaces because we think that the caps should be applied equally from a fairness perspective. This is also proposed to help ensure that fees charged and rebates provided by unprotected markets are not set at a level that may encourage inappropriate trading activities and thereby negatively affect market integrity. Again, we note that this is an interim measure until a more permanent approach regarding trading fees is adopted.

We are also not proposing to implement trading fee caps on non-continuous auction trading or on exchange-traded securities other than equities,⁶² such as rights, warrants, debentures and notes (excluded securities). We note that for non-continuous auction trading such as an opening or closing facility, the orders within these facilities are not typically protected by OPR. For trading in the excluded securities, we note that currently applicable fee models tend to differ from the standard per-share or per-unit fee commonly applied to the included securities and that the traded volumes in these tend to be much lower than for equities. We further note that in the context of our various consultations on OPR, we have not heard any concerns with the active fees charged for trading in these securities. While we are not proposing to implement caps for the excluded securities, we will continue to subject any fee changes proposed by marketplaces for these securities to a review and approval process, to ensure the reasonableness of any such changes (in those jurisdictions where review and/or approval is required).⁶³ We also will continue to monitor these fees to determine if trading fee caps might be necessary.

Question 16: Please provide your views on the proposed trading fee caps as an interim measure. Please describe any proposed alternative.

Question 17: What should the transition period be for the proposed trading fee caps, if and when the Proposed Amendments are adopted, and why?

⁵⁹ As an example, as compared to the U.S. cap of 0.3% of value traded, based on current fees charged for securities under \$1 on TSX and TSXV, the most that would be charged by these marketplaces when considered on a % of value traded basis would be .075% of value traded for securities priced between \$0.10 and \$0.99 and 0.25% for securities priced between \$0.01 and \$0.09. Certain other marketplaces, such as Omega ATS and CX2 Canada ATS, pay rebates to the active side of trades in securities priced under \$1.

⁶⁰ This was estimated in a similar way as the estimate made and for securities priced over \$1.00 – see footnote 57.

⁶¹ Trading in TSX and TSXV-listed securities represented over 99% of the volume and value traded in exchange-traded securities other than options during 2013.

⁶² We again note that the cap would also apply to ETFs.

⁶³ Subsection 3.2(2) of Regulation 21-101 requires amendments be filed to marketplace Forms 21-101F1 and 21-101F2 if amending or introducing marketplace fees. The guidance in subsection 7.1(5) of Policy Statement 21-101 outlines how the fair access requirements in section 5.1 of Regulation 21-101 apply with respect to fees. In connection with these requirements, marketplace trading fees are subject to review and approval in Ontario, and also in BC and Alberta with respect to fees charged by the TSX Venture Exchange. In Quebec, these fees are subject to review.

(ii) Prohibition on payment of rebates by marketplaces

In the context of reviewing OPR and fees, we have examined other steps that could be used to manage trading fees and address the concerns raised with respect to the maker-taker pricing model. We are of the view that the payment of rebates by a marketplace, or any other entity, is changing behaviours of marketplace participants in ways which may be contributing to increased fragmentation and segmentation of order flow, distorting the rationale for investment or trading decisions, and creating unnecessary conflicts of interest for dealer routing decisions that may be difficult to manage.

Further, given the nature of liquidity provision and the concentration of passive order flow in securities which are already considered to be highly liquid, we question the appropriateness of a fee model which can cause a market participant with a marketable order to pay what results in a higher fee to a short-term intermediary, when such intermediation may not be necessary.

We intend to move forward with a pilot study that will examine the impact of disallowing the practice of payment of rebates by marketplaces. During the pilot study, marketplaces would be restricted from providing rebates on either of the active or passive sides of trades for the symbols included in the sample population (discussed below).

In our view, the need for a pilot study stems from the concern that a prohibition on the payment of rebates could present risks to liquidity, if those currently providing passive liquidity reduce their activity or leave the market. This is a risk particularly for securities that are interlisted in the U.S. However, we recognize that certain participants who most often receive rebates in the context of their trading strategies also participate in markets without the payment of rebates and will likely adjust their trading behaviour.⁶⁴

Prohibiting rebates could also have greater effect on trading costs for investors' marketable orders if spreads were to widen to compensate for the lack of rebate.⁶⁵ At the same time, however, a widening of spreads might also provide increased opportunity for investors to participate and be filled at the quote with passive limit orders, rather than having to 'cross the spread'.

It is our intention to work with academics to design the pilot study and the measurements of its results, and intend to issue a request for proposals at a later date. We are open to discussion on timing but our preliminary thoughts would be to commence the study approximately six months after the implementation of the OPR amendments. This will provide time for participants to adjust to the new OPR regime and make the required technical changes while also enabling marketplaces to adjust fees or fee models for trading in those securities that will be subject to the pilot.

To ensure that meaningful academic study can be conducted between a sample and control population, a sufficiently large sample size will be necessary, likely one-third to one-half of all exchange-traded securities. The objective will be to ensure that a representative sample of symbol types and categories is selected (e.g., price, liquidity profile, sector, index inclusion, etc.)

⁶⁴ For example, we note that the earlier mentioned December 2013 IOSCO report titled *Trading Fee Models and their Impact on Trading Behaviour* indicated that generally the maker-taker or inverted maker-taker fee model was being applied for equities trading and not for derivatives trading. For derivatives markets, it appeared that the most common form of pricing model was a symmetrical pricing model. The report also identified Australia as a jurisdiction where there is currently no maker-taker or inverted maker-taker pricing for its equities marketplaces. The report also indicated that not all major European marketplaces offer a form of maker-taker or inverted maker-taker pricing.

⁶⁵ Whether as an adjustment to the loss of the rebate or because of a reduction in provided passive liquidity.

for comparison against a control population. Consideration will also be given to the appropriate duration for the pilot, which could be upwards of six months to a year.

Question 18: Is action with respect to the payment of rebates necessary? Why or why not?

Question 19: What are your views on a pilot study for the prohibition of the payment of rebates? What issues might arise with the implementation of a pilot study and what steps could be taken to minimize these issues?

Question 20: Should all types or categories of securities be included in the pilot study (including interlisted securities)? Why or why not?

Question 21: When should the pilot study begin? Is it appropriate to wait a period of time after the implementation of any change to OPR or could the pilot start before or concurrent with the implementation of the OPR amendments (with a possible overlap between the implementation period for the OPR amendments and the pilot study period)? Why or why not?

Question 22: What is an appropriate duration for the pilot study and why?

(iii) Possible credits for market makers

We also note that it may be reasonable to continue to allow rebates or credits only for market makers as a form of compensation in connection with their obligations to provide liquidity. In these circumstances, we are considering whether any such rebates or credits to a market maker should be limited to an amount which offsets trading fees charged in any given period (e.g., over each month) so that a market maker is never paid for trading, net of its trading fees (i.e., the rebates or credits could only ever be applied to reduce the market maker's trading fees to zero over the month, but any additional rebate or credit earned during that month could not be paid).

Question 23: If rebates were to be prohibited, would it be appropriate to continue to allow rebates to be paid to market makers and, if so, under what circumstances?

(iv) Payment for order flow by intermediaries

Like the payment of rebates by marketplaces, the payment for order flow by intermediaries can also distort behaviour and trading incentives. In our view, similar conflicts also arise for dealers when receiving payment for order flow directed to an intermediary.⁶⁶ We will continue to consider these issues going forward.

⁶⁶ We note that section 7.5 of UMIR has the effect of prohibiting payment for order flow by an IROC dealer that is a Participant under UMIR.

C. Market data fees

1. Description of market data fee proposal

- Implement a transparent methodology to assess the relative value of real-time market data provided by each marketplace to its professional data subscribers, for the purposes of regulatory oversight of real-time professional data subscriber fees.
- Require marketplaces to submit their professional market data fees for review and re-approval on an annual basis, justifying their fees in the context of the results of applying the relative value assessment methodology.
- Consider further action towards the regulation of market data fees for non-professionals that could involve a cap or the implementation of a separate assessment methodology.

The issues relating to market data fees have been discussed for a number of years. The primary concerns raised by participants over time and more recently in our interviews, were identified in the Data Fees Paper. Specifically, concerns include that:

- market data fees are too high;
- data costs in aggregate have increased significantly as a result of additional visible marketplaces charging for data;
- market data fees are not subject to sufficient competitive forces to bring discipline to the level of fees being charged; and
- participants are captive to the fees charged for market data where necessary to comply with regulatory obligations (most notably OPR and best execution obligations).

In addition to this, there was discussion regarding the level of transparency around the regulatory review of market data fees.

A number of options for addressing these issues were identified in the Data Fees Paper, and attracted varying levels of support. As noted in CSA Staff Notice 21-312 – *Update on Consultation Paper 21-401 Real Time Market Data Fees (Data Fees Update)*⁶⁷, only the following two options examined in the Data Fees Paper garnered some level of support from commenters: (1) limiting real-time market data fees charged by existing or new marketplaces until they reach an established activity level;⁶⁸ and (2) publishing market data fee proposals and changes to fee models for comment.⁶⁹ It was also suggested in the Data Fees Update that further exploration of possible options was needed given that neither option would address concerns about the current level of market data fees charged by marketplaces that would be above any 'activity level' established in accordance with the first option noted above. It was further indicated that the examination of market data fees would continue in the OPR review, due to the relationship between the two issues.

⁶⁷ Published at (2013) 36 OSCB 10601.

⁶⁸ This option was supported by marketplaces and market participants, although some of the smaller marketplaces were opposed to this approach.

⁶⁹ This option was supported by industry associations and one market participant.

If the OPR amendments being proposed are implemented, we do not think it is necessary to directly limit or restrict the charging of market data fees by new or existing marketplaces that fall below an established activity level. In our view, the implementation of the OPR amendments will provide flexibility for dealers to choose whether to purchase data from marketplaces below the market share threshold, making such limitations or restrictions unnecessary.

At the same time, we acknowledge that the OPR amendments would not address the captive consumer issues as they relate to marketplaces above the market share threshold. Further, it is our view that the work done to date suggests there is cause from a fair and efficient capital markets perspective to impose more discipline on the costs of data.

We are therefore proposing an approach that seeks to ensure that market data fees charged to professional data subscribers remain fair and reasonable, through the implementation of a methodology for assessing relative value. The methodology will be made transparent, in order to facilitate greater transparency into the market data fee review process with respect to those fees subject to the methodology.

Further action is also being contemplated that would facilitate the provision of market data to non-professional users at a price that is more commensurate with the relative value of the data to these users.

(i) Use of methodology in oversight of professional market data fees

As part of the work done on the Data Fees Paper, OSC staff began developing a more rigorous methodology to assess professional market data fees, both for top-of-book (Level 1) and full depth-of-book (Level 2) data. It was intended that it be used to facilitate the review of changes to professional market data fees proposed by marketplaces in Ontario. It is this methodology that we are proposing be formally adopted to manage the issues associated with the professional market data fees identified in this notice.

We propose to require all equity marketplaces to:

- submit their professional market data fees to us on annual basis, and
- justify these fees in the context of the results of applying the relative value assessment methodology.

In Ontario, each recognized exchange and ATS is subject to a protocol that governs the review and approval of the information in Form 21-101F1 and F2, including fees.⁷⁰ It is being contemplated that in Ontario, these protocols would be amended to require the annual submission of professional market data fees for re-approval, and a notice would be published outlining the methodology for assessing the fees. Because of the differences in the approach of each CSA jurisdiction, we view this as the best way to implement this methodology. This approach would capture all equities exchanges and ATSs in Canada, other than the TSX Venture Exchange. BC and Alberta, as co-lead regulators for the TSX-V, will also consider the review methodology for data fees.

⁷⁰ The standard review and approval protocol currently applicable to recognized exchanges in Ontario can be found at: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/notices_20121004_exchange_protocol.pdf, and the similar version applicable to ATSs in Ontario can be found at: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/notices_20121004_ats_protocol.pdf.

(ii) The methodology for the review of professional market data fees

Under the methodology, we propose that marketplaces be ranked based on their contribution to price discovery and trading activity. An estimated fee or fee range for each marketplace would be determined based on the relative ranking. This methodology would establish a consistent and transparent approach for the review of professional market data fees for all marketplaces when seeking approval or re-approval of those fees, and would be intended to address the broader issues associated with professional market data fees, whether they arise in the context of OPR or because of the potential that these fees are not subject to sufficient competitive forces. The complete methodology is outlined in Appendix A-2, with the key components summarized below. There are three steps to the calculation. Step 1 involves the calculation of pre- and post-trade metrics. Step 2 ranks the marketplaces and Step 3 assigns an estimated fee or fee range for market data fees.

Step 1 – Calculation of pre- and post-trade metrics

The first step involves the calculation of pre-trade and post-trade metrics to feed into the ranking formulas. The underlying principle of each of the metrics is that pre-trade and post-trade contribution to price discovery and liquidity should be equally rewarded. The specifics of each of these pre- and post-trade metrics are included in Appendix A-2.

The proposed pre-trade metrics primarily reward marketplaces for contribution to price (and size) discovery at the market-wide NBBO (top-of-book), and do not reward for any price and size depth outside of that. To account for this, we considered including a pre-trade metric that measured the quoted value at the top five price levels as a measure of market depth outside of the best quote. However, we are not convinced that including depth-of-book measures would produce different results, particularly if such a measure were to give higher weightings to price levels at or near the NBBO. A further consideration was the added complexity involved with incorporating depth-of-book information into the calculations. An example of a depth measure we considered is included in Appendix A-2.

Step 2 – Rank marketplaces based on relative share of order and trade metrics

The next step proposed is to use a combination of the pre- and post-trade metrics to rank marketplaces based on their assessed relative contribution to price discovery and liquidity (reflected through their relative share for the various metrics). Three different approaches for the ranking process, using different metrics, are presented in Appendix A-2. We note that despite the differences in the combination of metrics or weightings, testing each of the three ranking methods produced very similar results.

Step 3 – Use the rankings to assign an estimated fee or fee range

Once the ranking process has been applied, the last step proposed is to assess the relationship between a marketplace's existing or proposed market data fees and its relative ranked share of order and trade activity. This would allocate an estimated fee or fee range to a marketplace, reflecting its relative share of a total reference amount for real-time market data in Canada (for each of Level 1 and Level 2 data).

To do that, we tested two approaches:

- *Domestic reference* - The first approach tested takes the market data fees charged by each marketplace and aggregates them into a single “pool” that is then re-distributed based on the three ranking methods outlined in Appendix A-2. This approach assumes that the aggregate amount of market data fees currently charged by marketplaces is reasonable.
- *International reference* - The second approach tested would rely on international comparisons to determine an average market data fee per \$100 million traded. This approach assumes that the value of the international peers’ data is relatively comparable to that of the Canadian exchanges and that the value of this data is relative to the value of securities traded on the exchanges.

We note that the two reference methods tested may ultimately be determined to be inappropriate. In our view, one of the key components of this proposal is the identification and updating of an appropriate reference amount to be used for applying the distribution model – i.e., the determination of an appropriate estimate that reflects a fair and reasonable fee for real-time Level 1 and Level 2 market data from all marketplaces in Canada. While we are seeking comment on all aspects of the proposed data fee review methodology (see **Appendix A-2 for specific questions pertaining to the details of the proposed methodology**), we note the importance of receiving specific detailed comment on how an appropriate reference amount should be identified. We are considering retaining an industry expert to analyze and determine an appropriate reference amount.

Question 24: Will the implementation of a methodology for reviewing data fees adequately address the issues associated with data fees, or should other alternatives be considered? Please provide details regarding any alternative approach.

2. Further action under consideration for market data fees

In addition to the proposal to implement a formal methodology, we are also examining additional steps to manage potential issues identified in connection with non-professional trading fees. Although not directly related to OPR, we think that the level of non-professional fees in Canada should be considered in the context of our mandate to foster fair and efficient markets, and confidence in those markets, and so investors should have access to data at a reasonable cost. Further, we had indicated in the Data Fees Paper that we would examine issues relating to market data fees for non-professional users at a later date.⁷¹

Since the Data Fee Paper was published, we have examined the non-professional fees charged by the listing exchanges relative to similar fees charged in the US and internationally. It appears that non-professional data subscribers in Canada are provided much less of a discount from professional fees in percentage terms relative to their US and international peers.

For example, when examining the discounts typically applied to non-professional market data fees by Canadian equity marketplaces, we found that non-professional market data fees are often charged at a rate of approximately 20% and 40% of the professional market data fees

⁷¹ As part of the work done reviewing market data fees for the Data Fees paper, we reviewed and analyzed the fees charged to non-professional users by marketplaces in Canada. However, since their needs and uses of market data are significantly different, we felt that we would be unable to adequately address concerns raised by both types of market data users (being professional and non-professional users) within one paper. It was determined that additional work on non-professional data fees would be deferred until a later date.

charged, for Level 1 and Level 2 data, respectively. In dollar terms, the fees charged by each marketplace currently charging non-professional data subscribers ranged from \$2 to \$6/user/month for Level 1 and from \$2 to \$36/user/month for Level 2.

While a discount is applied for non-professional data user fees domestically, international comparisons identify even greater discounts being made available. For example, to purchase real-time consolidated Level 1 data from the Security Information Processors (SIPs) in the U.S., a non-professional user would be charged a total of \$3/month for access to Level 1 quote and last sale information from all U.S. equity exchanges - \$1 for each of Network A (NYSE-listeds), Network B (NYSE MKT) and NASDAQ UTP (NASDAQ-listeds). These rates are approximately 2%-5% of the fees charged by the SIPs for access to the same data by professional users.

In Europe, examples of discounts for non-professional data users seen can often result in Level 1 and Level 2 fees that are 1% to 5% of the professional fees charged for the same data, but can be higher under tiered volume programs at the low-tier level. However, even in those circumstances where fees were higher under a tiered volume program, the results continue to show their non-professional data subscribers being given a greater discount to professional fees than typically provided in Canada. More of the results of our analysis are available at Appendix A-3.

To address this disparity, we are examining a cap that would restrict each marketplace to charging non-professional data subscribers at a rate set as a percentage of that marketplace's reviewed and/or approved professional data subscriber rate. Alternatively, we may implement a methodology similar to that being proposed above for professional data subscriber fees.

Question 25: Do you have concerns with respect to market data fees charged to non-professional data subscribers that securities regulatory authorities need to address? If so, how should the concerns be addressed?

3. Consideration of other options presented in the Data Fees Paper

The Data Fees Paper outlined a number of potential options for addressing issues associated with data fees which can be categorized under the headings below. We have provided some views on each of these in the context of the Proposed Amendments.

Cap data fees charged by a marketplace for 'core data' - In our view, the data fee proposal implements a modified form of this option as it will increase regulatory scrutiny over existing professional data subscriber fees for Level 1 and Level 2 data, which in practice broadly represent 'core data'.

Cap data fees charged by a marketplace until it reaches a de minimis threshold (with or without increasing caps) -As indicated earlier, we are not proposing to implement a threshold below which a marketplace would be restricted in its ability to charge for data. We think that the implementation of the OPR amendments would allow for added flexibility around accessing orders on and consuming data feeds from unprotected markets. This may produce results that are sufficiently similar to the implementation of a threshold for data fees.

Regulate or cap data fees for consolidated data when sold by or through an IP or vendor / Mandate a cost-recovery data utility - In our view, if implemented in full, the data fee proposal will likely achieve some of the benefits of these options. While we may consider the feasibility of requiring the creation of a data utility, this is a longer-term consideration given both the

complexity in doing so and that it would require legislative change and new regulations in many jurisdictions. In the meantime, if the industry views a data utility as the best mechanism to deal with the management of data and its costs, we encourage the industry to work together and develop a proposal for discussion.

Publish amendments to data fees and models for comment - We are still considering this option. Publishing data fees and models for comment may or may not be appropriate depending on the circumstances, and we are concerned that the comments received will be focussed on commercial rather than regulatory issues. We note that where new trading fee models have been proposed, OSC staff have published them for comment, where appropriate. We may follow a similar approach for data fees, where appropriate.

IV. ALTERNATIVE APPROACHES CONSIDERED

In arriving at the Proposed Approach reflected in this notice, we had considered alternative approaches and options to address the issues discussed. The first approach would have only involved changes to OPR, with the options considered ranging from limiting its scope (e.g., based on types or liquidity classes of securities, client vs. non-client orders, order sizes, or a threshold for protection) to a complete repeal of the OPR regime with full reliance on best execution obligations only. The effectiveness of any these options in addressing the captive consumer issue and regulatory support issues would be dependent on the means and extent of the limitations to the scope of OPR. Pursuing greater limitations to OPR would also, however, minimize the importance of OPR as a fundamental part of our regulatory regime. Pursuing an approach involving only changes to OPR would also not help to address the other issues identified in this notice relating to trading and data fees.

The second approach contemplated leaving OPR unchanged, and instead focusing on more direct regulation of access, trading and data costs. This approach would have been intended to address the cost burden resulting in part from OPR, but would not have addressed the underlying captive consumer and regulatory support issues. It would also have helped with some of the other issues associated with trading and data fees discussed in this notice. Some of the options considered included capping various types of marketplace fees, the elimination of trading fee rebates, establishing thresholds that marketplaces would have to achieve before certain fees could be charged, and other options specific to data fees that were outlined in the Data Fees Paper and discussed in the preceding section.

The third approach, being a combination of the two approaches described above, represents the Proposed Approach outlined in this notice. As noted earlier, the amendments being proposed to OPR are intended to maintain OPR as a fundamental part of our regulatory regime, while allowing dealers added flexibility to determine when and if to access trading on certain marketplaces to achieve best execution for clients. Through this, we are seeking to address some of the captive consumer and regulatory support issues. The Proposed Approach also includes proposals regarding trading fees that are intended to address issues associated with trading fees that can arise in the context of OPR, as well as other issues pertaining to the payment of rebates by marketplaces. The data fee proposal is intended to address the primary areas of concern raised during our consultations with stakeholders through both the Data Fees Paper, and the interviews conducted during the OPR review.

Question 26: Is modifying OPR by introducing a threshold, and at the same time dealing with trading fees and data fees, an appropriate approach to address the issues raised? If not, please describe your alternative approach in detail.

Question 27: What is the expected impact of the Proposed Approach on you, your organization or your clients? If applicable to you, how would the Proposed Approach impact your costs?

Question 28: Is the Proposed Approach an effective way, relative to the other approaches described, to support a competitive market environment that encourages innovation by marketplaces? Please explain your view.

A. Regulation of other marketplace fees or operational matters in the context of OPR We have also considered certain other options specifically relating to certain marketplace fees and operational matters in the context of OPR. These relate to issues or concerns raised with us through the interviews conducted during the OPR review and in connection with our ongoing oversight of marketplaces and market structure.

(i) Membership and Connectivity Fees

The proposal outlined above includes measures involving the regulation of trading fees and market data fees. In the context of our review, we also considered whether it was necessary to directly regulate other fees charged by marketplaces for access to trading – particularly, fees charged by marketplaces for membership or connectivity. This could possibly be achieved through fee caps or similar limitations on amounts charged. Our consideration in this regard was based on concerns that, due to OPR or even a dealer's business model, marketplace participants are captive to paying high fees for membership and connectivity to marketplaces.

We are not proposing at this time to take any action with respect to these other fees. The proposed changes to OPR, and existing best execution obligations, do not necessitate that each dealer become a member or subscriber of each visible market, or directly connect to each market to access trading. The OPR amendments should provide dealers with added flexibility to determine when and if to access trading on unprotected visible marketplaces, which should help to manage these costs to some extent. We acknowledge that business model considerations of dealers will impact whether membership in and direct connectivity to a marketplace is necessary. However, we note that some have determined it is not necessary to become or continue to be members of or directly connect to all marketplaces and instead use marketplace routers or jitney arrangements. This indicates that at least for some, alternatives and choices are available. (These alternatives and choices have their own set of costs, some of which likely reflect a portion of the membership and connectivity costs borne by the router or jitney provider.)

Despite not proposing any further action on these other fees at this time, we note that these fees will continue to be subject to review and / or approval by the securities regulatory authorities.⁷²

Question 29: Considering the Proposed Approach, is it necessary to take additional steps to regulate membership and connectivity fees charged by marketplaces? If so, why, and if not, why not?

(ii) Scheduling of technology changes

⁷² These fees are subject to review and approval in Ontario, and also in BC and Alberta with respect to the fees charged by the TSX Venture Exchange. In Quebec, these fees are subject to review.

In the course of our consultations with stakeholders, it was suggested that in order to manage risk, regulators should impose scheduling requirements on marketplaces in relation to the introduction of new markets and material systems changes. It was argued that changes are often scheduled in close proximity to each other, or are implemented without allowing participants sufficient testing time. This was also suggested as a means to allow dealers to better manage their technological resource planning.

We note that, in Ontario, OSC Staff Notice 21-706 – *Marketplaces' Initial Operations and Material System Changes*⁷³ sets out OSC staff's expectations that marketplaces delay launch of operations for at least three months from the date of the publication of a notice of approval, and that they delay the implementation of a material systems change to allow a reasonable amount of time for dealers and vendors to complete the necessary work and testing. We intend to codify these expectations in proposed amendments to Regulation 21-101 that have been published for comment under a separate notice.⁷⁴ We also note that the OPR amendments should help dealers better manage some of their technology planning and costs in connection with their access to new or existing unprotected markets. As a result, we are not proposing to take any further action at this time, and will continue to monitor whether the launch protocol and our oversight of marketplace changes can sufficiently manage any issues.

(iii) Marketplace Liability / Compensation

Concerns have been raised regarding the impact of OPR on the ability of dealers to negotiate with marketplaces regarding marketplace liability. Specifically, with a full OPR regime in place, we have heard that marketplaces use OPR obligations as leverage, requesting that dealers sign agreements that include liability provisions that dealers think are unreasonable. Others have indicated that the liability terms in marketplace agreements are inappropriate now that marketplaces are no longer mutualized and are for-profit entities.

We note that, in the U.S., most exchanges have rules that give them the discretion to compensate their members for losses arising from failures of their systems or due to their employees' negligent acts or omissions – we also note that in the U.S., there is industry debate about these provisions. However, currently in the U.S., the types of losses considered for such discretionary compensation are usually linked to market failures that result in orders being incorrectly executed or unexecuted orders that were entered on a marketplace's system. There is no regulation in the U.S. that requires these compensation provisions. We note that similar provisions are not included in the rules of Canadian exchanges or in ATS subscriber contracts.

As part of our review of this issue, we consulted with various dealer and marketplace representatives, separate from the interviews carried out as part of our OPR review, to see if industry members could arrive at a common position on compensation for marketplace participants. A common position by industry was not attained. We examined the regulatory issues and considered proposing provisions that would require marketplaces to establish, maintain and ensure compliance with policies and procedures that provide for reasonable compensation to their marketplace participants. Upon examining the appropriate role of the CSA and the different possible approaches, it was determined that, at this point, we would rely on the changes being made to OPR to address the concerns raised by dealers. It is the overlay of OPR that makes dealers "captive consumers" and therefore, we think that the OPR amendments that we are proposing will help mitigate this issue. We will monitor the impact of

⁷³ Published at (2012) 35 OSCB 8928.

⁷⁴ Published in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers, Vol. 11, No. 16, p. 354.

these changes and consider in future the need for additional regulation relating to marketplace liability generally. In the interim, we encourage industry members to work together to seek a common resolution to what some argue is a commercial, not regulatory, issue.

Question 30: Considering the Proposed Approach, is it necessary to take additional steps at this time to address issues relating to marketplace liability? If so, why, and if not, why not?

Appendix A-1

Comparison of Active and Passive Volumes by Type of User ID, by Marketplace Covering the Period - June 1, 2013 to September 30, 2013

Objective

The objective of the analysis outlined in this appendix was to assess whose limit orders are receiving the benefit of protection on each visible trading venue. As indicated in this Annex A, questions were raised about whether orders that are being protected on marketplaces originate with market participants whose confidence in the fairness and integrity of the markets is in most need of support. It was questioned whether OPR is having its intended effect if such orders originate with parties whose confidence in the fairness and integrity of the markets would be least likely to be negatively affected in a material way in the absence of the rule.

Description of analysis

In performing this analysis, we examined the active-passive ratios for certain user categories that may proxy for retail, institutional and professional traders over various time periods, and across each visible marketplace. The data used for the analysis was the regulatory data received and stored by IROC for its market surveillance activities, and therefore included non-public content such as TraderIDs (referred to as UserIDs).

Before grouping the data, an attempt was made to eliminate material portions of trade volume that would not otherwise have involved a passive displayed order subject to OPR (e.g., trade volume was removed for trades that were intentional crosses, or that resulted from opening and closing call auctions). The 'adjusted traded volume' was then grouped into the following four user categories:

- (1) 'CrossOrder' – Contains trade volume for UserIDs that exhibited use of the intentional cross marker¹ (but does not include the trade volume for any intentional crosses, as all intentional cross volume was removed in arriving at the 'adjusted traded volume' described above). Intended to proxy for institutional client order flow.
- (2) 'SDL' – Contains trade volume for UserIDs that exhibited use of the SDL² order type on Alpha IntraSpread. Intended to proxy for retail client order flow given Alpha's restriction on the use of SDL orders to orders of clients that meet the definition of 'Retail Customer' under IROC Member Rules.
- (3) 'PostOnly' – Contains trade volume for UserIDs that exhibited use of a post-only³ order feature. Intended to proxy for professional traders executing a market making strategy dependent on the placement of passive orders.
- (4) 'SME' – Contains trade volume for UserIDs that exhibited use of the short-marking exempt⁴ (SME) marker. Intended to capture professional trading in arbitrage accounts, formal market making accounts, informal market making / high-frequency trading accounts, and dealer facilitation accounts.

Any of the remaining adjusted trade volume that could not be grouped into the above four categories was categorized as 'Other'. We expect the 'Other' category to represent a mix of institutional, retail and professional trader interests.

Limitations

Given certain limitations, any results of the analysis are not precise and are intended only to be indicative, and not conclusive. For example, the four categories identified above are only meant to be proxies for certain user types – overlap between the categories exists. The effect of this overlap means that where a UserID exhibited use of more than one of the above-noted markers / order features, the volume traded for that UserID is reflected in more than one category. Most notably, overlap between categories was seen between the PostOnly and SME categories (e.g., UserIDs that used a post-only order feature often also exhibited use of the SME marker). We also note that, as a result of overlap, the sum of each of the four categories identified above, together with the 'Other' category, represents more than 100% of the volume traded.

¹An intentional cross is defined in UMIR to refer to a trade resulting from the entry by a Participant or Access Person of both the order to purchase and the order to sell a security, but does not include a trade in which the Participant has entered one of the orders as a jitney order.

²A "Seek Dark Liquidity" or SDL order is an order exclusive to Alpha Exchange's IntraSpread, which is designed to trade with dark orders, and visible orders in the central limit order book if possible. The use of this order type is restricted to retail clients.

³A "post-only" order feature ensures that an order will not actively remove liquidity from a marketplace.

⁴The SME marker is a regulatory designation which is included on orders from accounts which are not required to mark short sales of securities as short. Further information regarding the use of the SME designation is available at: http://www.iroc.ca/Documents/2012/37862a81-d93b-4a21-9843-c5fc3ced83f2_en.pdf

Results

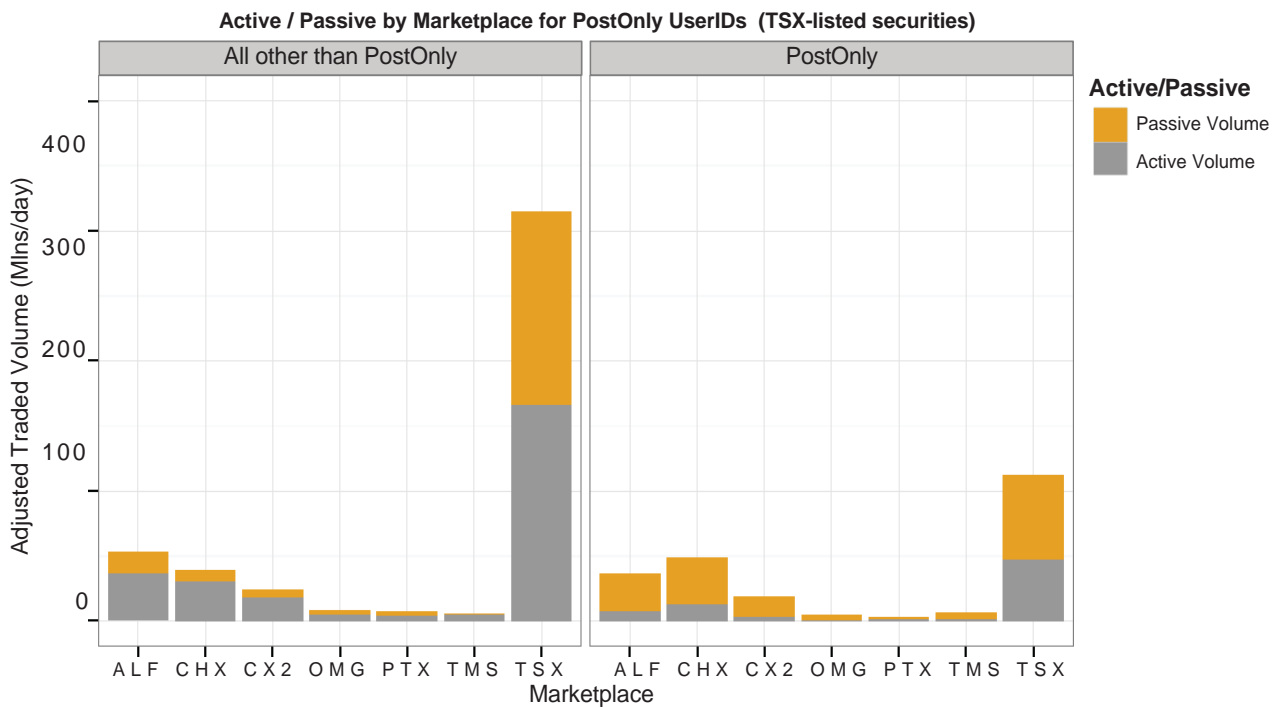
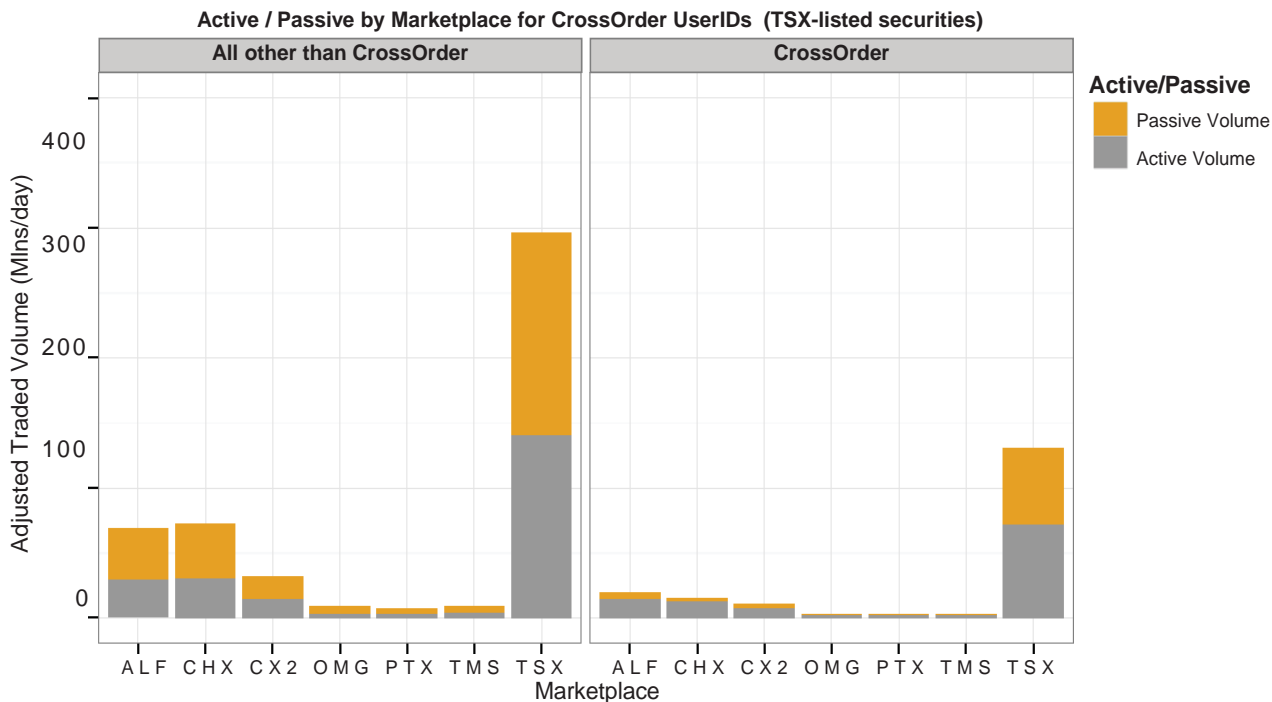
Results of the analysis performed over the most recent of the time periods examined, being the period from June 1, 2013 to September 30, 2013, are contained in the charts on the following pages of this appendix. What is suggested by the analysis, is that the vast majority of the passive displayed retail and institutional client order flow traded is entered for display on the listing markets (e.g., on TSX or TSXV), and that a much smaller percentage of the passive displayed retail or institutional order flow traded is entered for display on other marketplaces. Much of the remaining passive displayed order flow traded on other marketplaces appears to originate with professional traders whose interests may be more short-term. It also suggests that marketable active orders of retail and institutional clients are more dispersed across markets – this is indicative of the effect of OPR on active order flow.

We note that the results of this analysis are supported by anecdotal evidence provided by dealers during our interviews, regarding the placement of their passive retail and institutional client orders. It is also supported by similar analysis that we performed over the same time periods for user groupings created by IIROC for its ongoing research into high-frequency trading, but which are not reflected in the following summary charts.

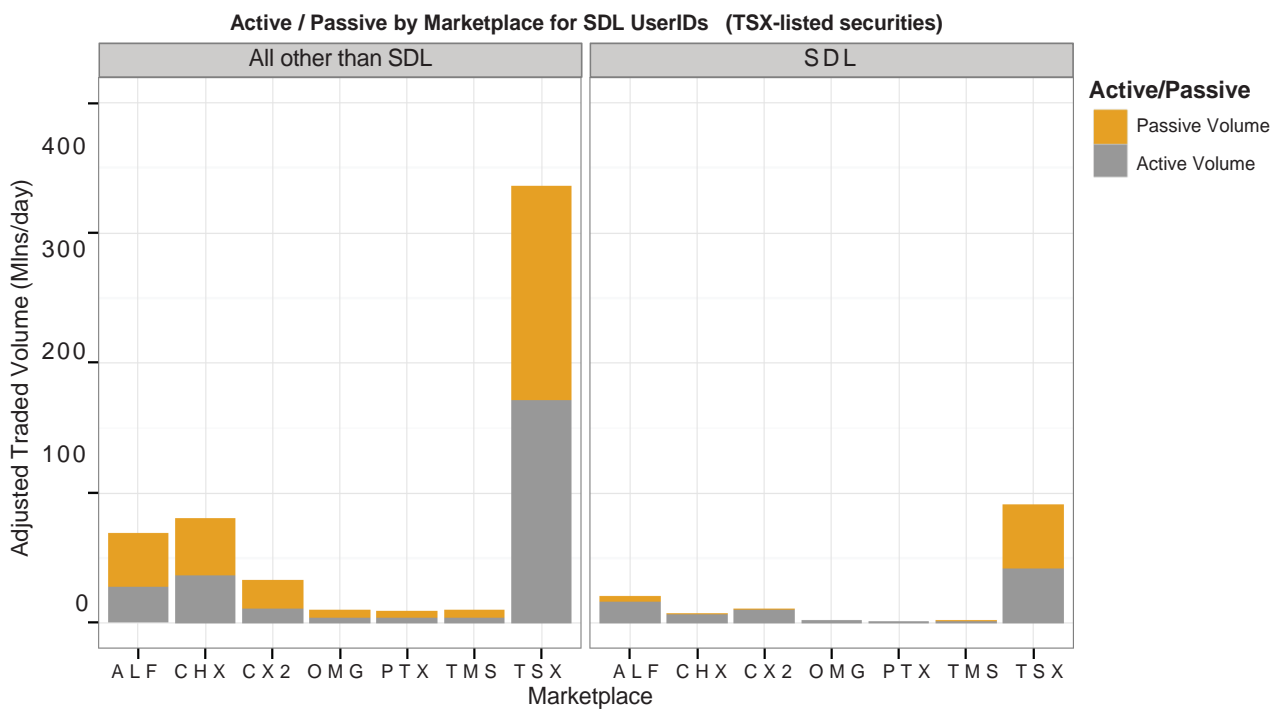
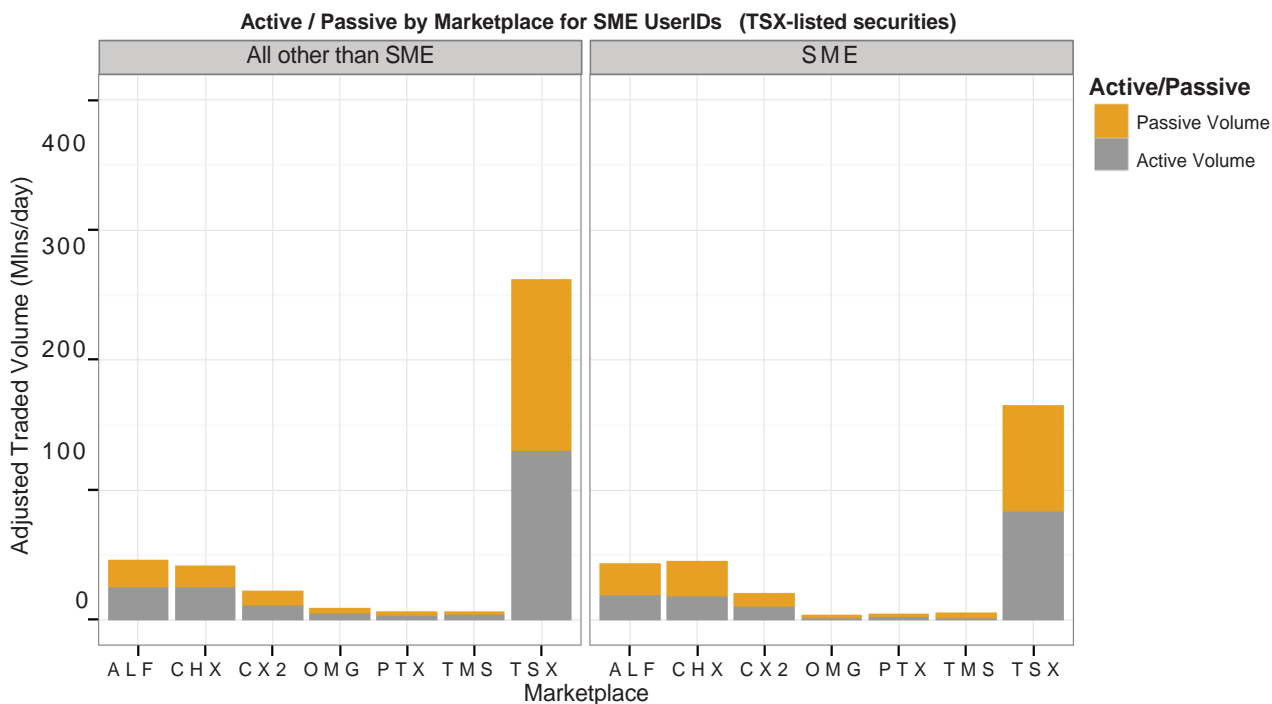
Legend for marketplace references in following charts:

ALF	Alpha Exchange
TSXV	TSX Venture Exchange
CHX	Chi-X Canada ATS
CX2	CX2 Canada ATS
OMG	Omega ATS
PTX	Pure Trading
TMS	TMX Select
TSX	TSX

1. Chart-set pertaining to trading in TSX-listed securities over the period of June 1, 2013 to September 30, 2013



1. Chart-set pertaining to trading in TSX-listed securities over the period of June 1, 2013 to September 30, 2013 (cont'd)



2. Additional information pertaining to data underlying the preceding charts (based on trades in TSX-listed securities)

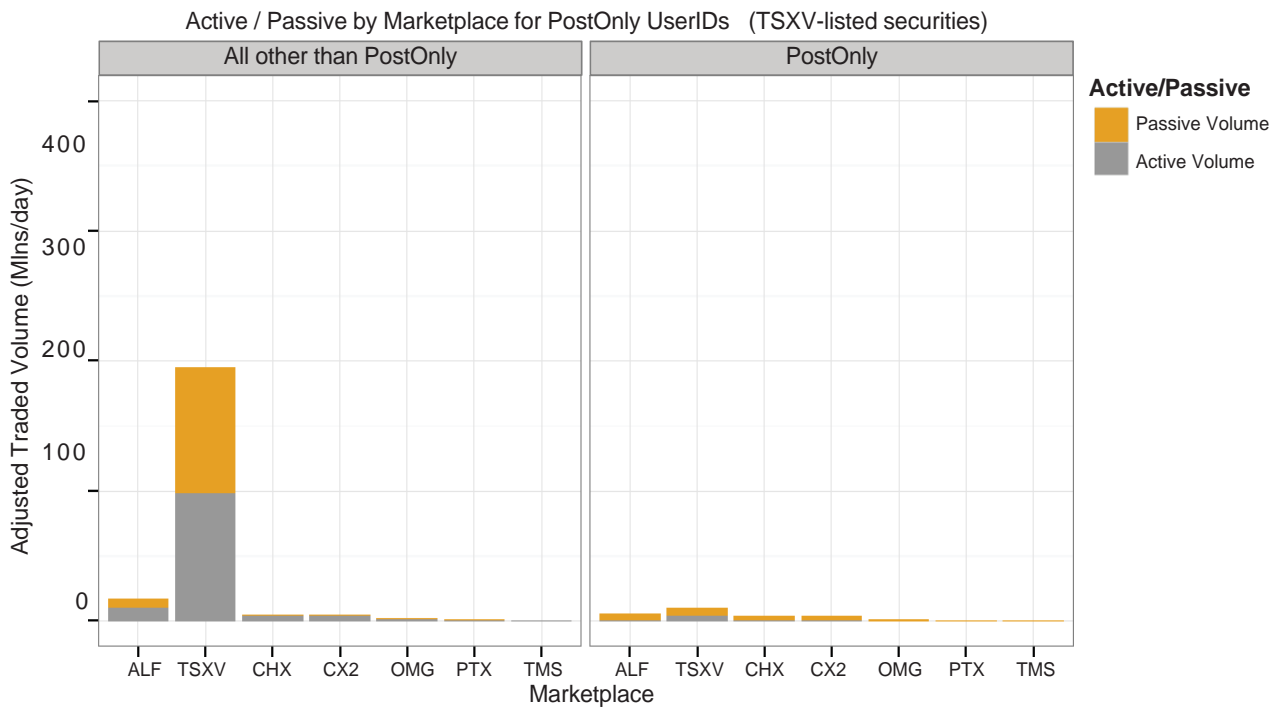
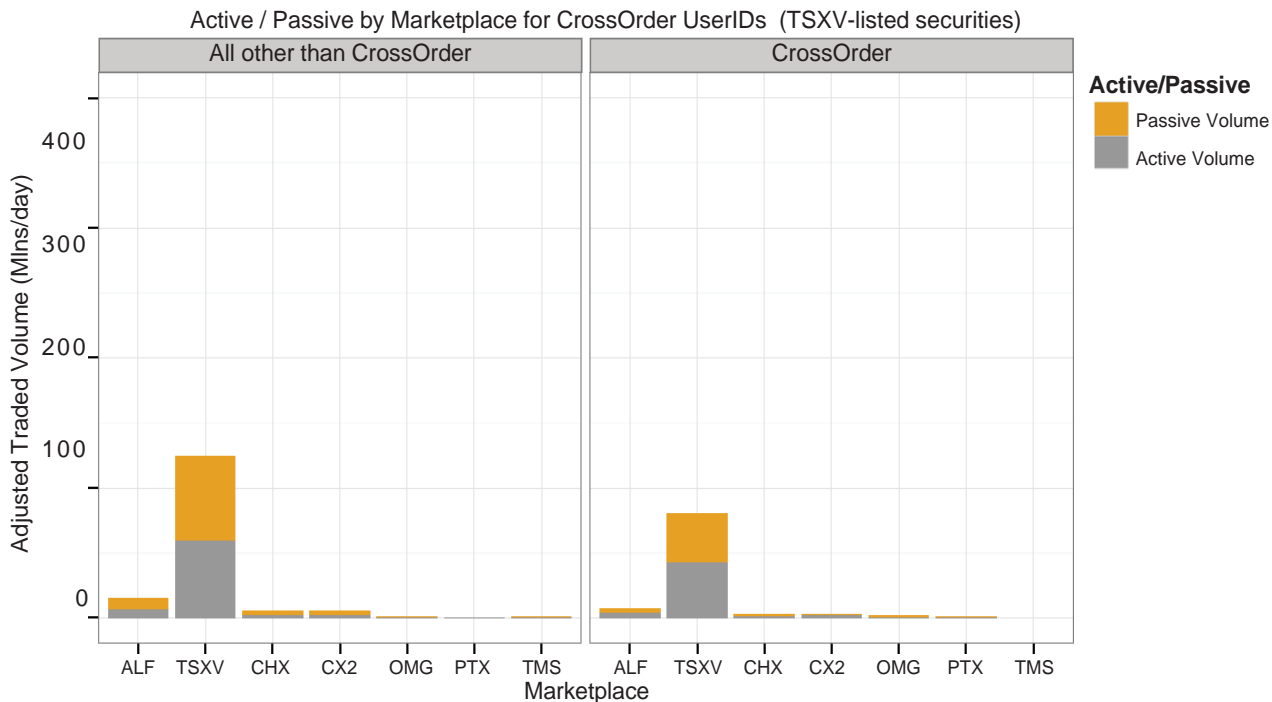
Active / passive ratio for each UserIDs reflected in charts (expressed as the % of adjusted traded volume that was active)

UserID Category	ALF	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	TSX	Across all marketplaces
CrossOrder	75%	87%	68%	86%	67%	75%	55%	62%
PostOnly	22%	27%	19%	20%	35%	18%	42%	33%
SME	44%	40%	48%	43%	47%	33%	51%	47%
SDL	81%	98%	96%	98%	97%	96%	46%	60%
Other	57%	68%	85%	48%	45%	86%	50%	54%

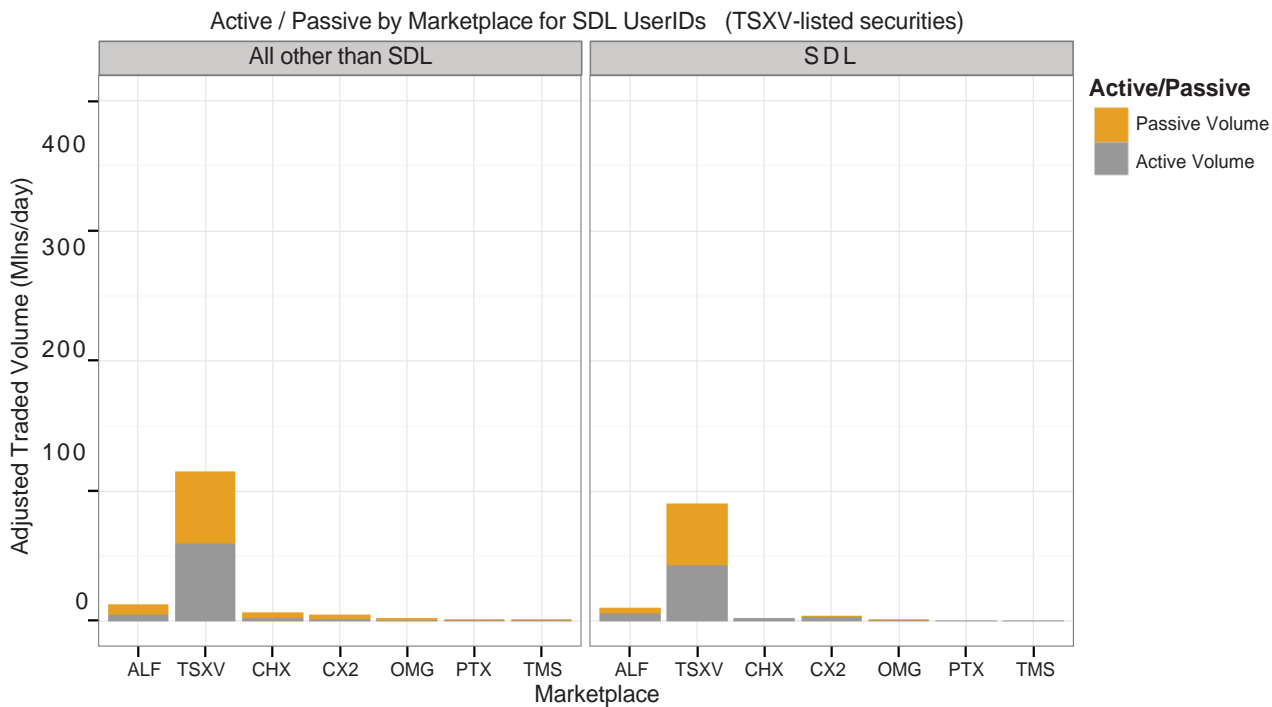
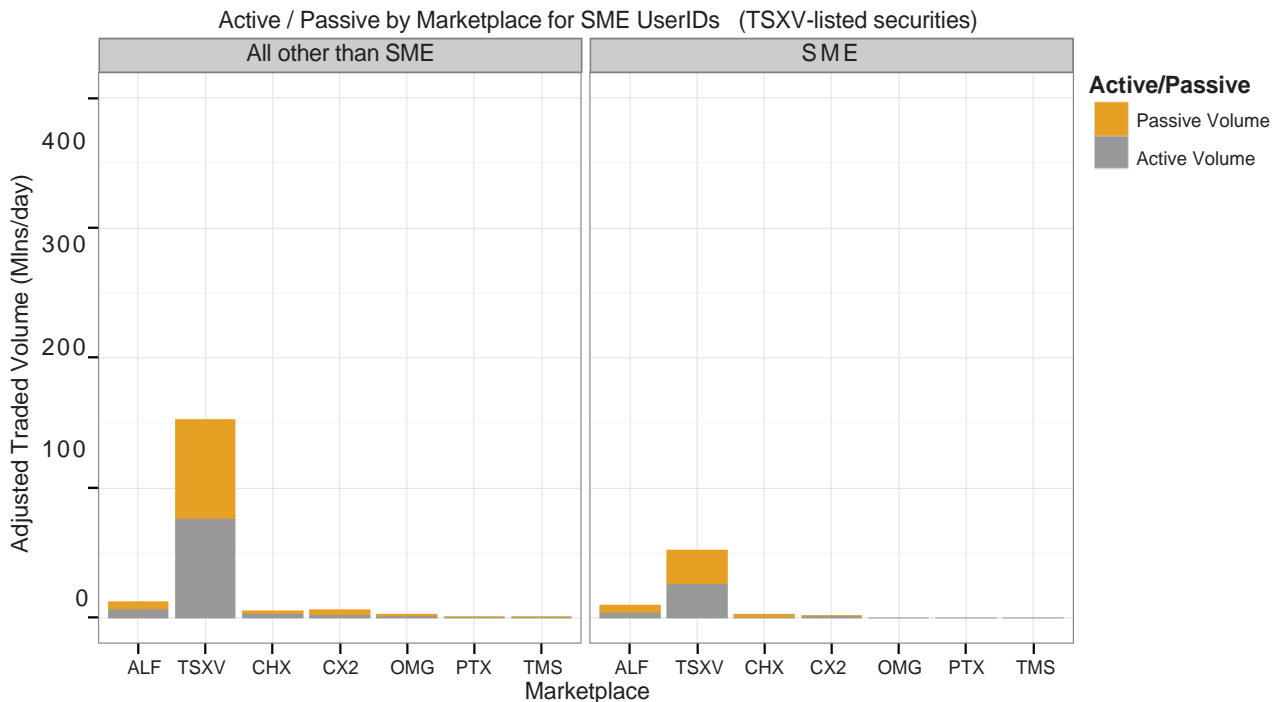
% of adjusted traded volume for UserIDs reflected in charts

UserID Category	ALF	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	TSX	Total for all marketplaces
CrossOrder	2.9%	2.2%	1.6%	0.4%	0.5%	0.4%	19.2%	27.1%
PostOnly	5.3%	7.2%	2.8%	0.6%	0.5%	0.9%	16.5%	33.7%
SME	6.3%	6.7%	3.0%	0.5%	0.6%	0.8%	24.3%	42.3%
SDL	3.0%	1.0%	1.5%	0.3%	0.2%	0.3%	13.4%	19.8%
Other	2.7%	2.8%	0.8%	0.6%	0.5%	0.3%	17.0%	24.7%
Totals	20.3%	19.8%	9.7%	2.4%	2.2%	2.7%	90.3%	147.5%

3. Chart-set pertaining to trading in TSXV-listed securities over the period of June 1, 2013 to September 30, 2013



3. Chart-set pertaining to trading in TSXV-listed securities over the period of June 1, 2013 to September 30, 2013 (cont'd)



4. Additional information pertaining to data underlying the preceding charts (based on trades in TSXV-listed securities)

Active / passive ratio for each UserIDs reflected in charts (expressed as the % of adjusted traded volume that was active)

UserID Category	ALF	TSXV	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	Across all marketplaces
CrossOrder	58%	53%	56%	83%	52%	47%	84%	54%
PostOnly	11%	43%	10%	4%	5%	20%	11%	23%
SME	44%	50%	35%	85%	84%	76%	58%	49%
SDL	58%	48%	96%	88%	96%	88%	88%	52%
Other	69%	51%	70%	74%	82%	60%	76%	53%

% of adjusted traded volume for UserIDs reflected in charts

UserID Category	ALF	TSXV	CHX	CX2	OMG	PTX	TMS	Total for all marketplaces
CrossOrder	3.0%	32.4%	1.2%	1.0%	0.7%	0.3%	0.1%	38.6%
PostOnly	2.1%	3.9%	1.4%	1.3%	0.5%	0.1%	0.2%	9.5%
SME	3.9%	21.0%	1.0%	0.7%	0.1%	0.1%	0.1%	26.8%
SDL	4.1%	36.2%	0.8%	1.3%	0.3%	0.0%	0.1%	43.0%
Other	1.5%	24.7%	0.7%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	27.6%
Totals	14.7%	118.2%	5.2%	4.7%	1.8%	0.6%	0.5%	145.5%

Appendix A-2

Data Fee Review Methodology

In order to determine each marketplace's relative contribution to pre- and post-trade activities, we used certain pre- and post-trade metrics. A number of these metrics that will be described below are used by the Securities Information Processor (SIP) in the United States and others were proposed by marketplaces and marketplace participants as ways to capture the contribution of a marketplace to price discovery. The underlying principle of each of the metrics is that pre-trade and post-trade contributors to price discovery and liquidity should be equally rewarded. These metrics would then be used in three ranking models that would provide a basis for us to rank each marketplace's relative contribution to price discovery and liquidity. These ranking models are described below.

We used the following notations for the pre- and post-trade metrics and the ranking methods:

i = a transparent marketplace
 m = total number of transparent marketplaces
 t = trades executed on a transparent marketplace
 n = total trades executed on a transparent marketplace
 T = total trades executed on all transparent marketplaces
 d = a trading day
 D = all trading days for the period
 j = stocks traded on a transparent marketplace
 J = total stocks traded on all transparent marketplaces

a. Pre-Trade Metrics

1. **Percent of Best Bid and Offer (BBO)¹** - means the percent of the day for which a marketplace had a quote at the national best bid (BB) or best ask (BA) for security *j*. This metric is scaled to sum to one.

$$\%BBO_i = \frac{BBO_i}{\sum_{i=1}^m BBO_i}$$

$$BBO_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{\text{Seconds at } BB_j + \text{Seconds at } BA_j}{2 * (6.5 * 60 * 60)} * 100$$

This metric rewards marketplaces for being at the BBO for a longer period during the day. While this metric is not as easy to compute, it can be constructed from standard quote data. In order to ensure that the addition of each marketplace sums to one, the individual metrics for each marketplace are summed to come up with a market-wide daily percent at the BBO, and each individual marketplaces' percentage is then divided by this total to scale the metric to one.

One potential problem with this metric is that a marketplace, knowing that its performance will be assessed using this metric, may choose to incentivize its participants to 'quote stuff',

¹ The time at BBO could be calculated in fractions of a second, given the rapidity of quoting.

that is to reward them for posting small lots slightly improving the current BBO for a millisecond or less. This behaviour, although rewarded, does not contribute to price discovery. This kind of activity could also be achieved by introducing 'pegged orders'. Such limit orders would not be entered at a fixed price, but rather be 'pegged' to the current BBO. If an order were pegged to the BBO, this would ensure that the marketplace remained at the BBO for a majority of the day by simply "following" the price innovators.

2. **Percent of Best Spread** - means the percent of the day that a marketplace spent at the narrowest spread for security j . This metric is scaled to sum to one.

$$\%Spread_i = \frac{Spread_i}{\sum_{i=1}^m Spread_i}$$

$$\%Spread_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{Seconds\ at\ tightest\ spread_j}{6.5 * 60 * 60} * 100$$

The construction of this metric also requires quote level data. This metric tends to reward marketplaces for providing liquidity at both the BB and BA, by establishing the narrowest spread on the market. In order to ensure that the addition of each marketplace sums to one, the individual metrics for each marketplace are summed to come up with a market-wide daily percent at the narrowest spread, and each individual marketplaces' percentage is then divided by this total to scale the metric to one.

Like metric 1, this metric could be manipulated using either quote-stuffing or pegged orders. The advantage of this metric is that it rewards only that marketplace that quotes at both the BB and BA. One potential flaw of this metric, especially in illiquid stocks, is that it could reward two marketplaces that both had the same sized spread at different bid and ask prices, though this situation is relatively unlikely (this would result in locked or crossed markets).

3. **\$Time(equal)** - means the percent of quoted time-dollar-volume for a marketplace, out of the total time-dollar-volume for the entire market for the period, when only the best bid and ask are considered.

$$\$Time(equal)_i = \frac{Time_i}{\sum_{i=1}^m Time_i} Time_i$$

$$= \frac{\sum_{j=1}^J Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BB + Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BA}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BB + Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BA)} * 100$$

This metric tends to reward marketplaces not only for providing some liquidity at the best bid and ask, but for the depth of liquidity available at BBO. In order to construct this metric, both quoted prices and volumes are required. This metric has an advantage over Percent of BBO in that

marketplaces encouraging quote stuffing will not be well rewarded for the meagre liquidity they provide at the BBO. One potential disadvantage of this metric is that it does not reward marketplaces for providing liquidity at any level apart from the BBO. With relatively wide quotes, it is possible that a marketplace wishing to manipulate this measure could provide incentive to create very shallow improvements to the BBO without providing any real capacity to trade at depth at that price level.

4. **\$Time(value)** is the same as \$Time(equal) as above, however each stock is weighted by the value traded in the period of consideration, as described in the weighting “w” below.

$$\begin{aligned} \$Time(value)_i &= \frac{Time(v)_i}{\sum_{i=1}^m Time(v)_i} Time(v)_i \\ &= \frac{\sum_{j=1}^J [Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BB + Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BA] * w_j}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BB + Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BA) * w_j} * 100 \end{aligned}$$

$$w_j = \frac{\$Volume_{t,j}}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^J \$Volume_{t,j}}$$

The use of the value weighting places more emphasis on those stocks that trade heavily and less emphasis on stocks that do not trade frequently. At the extreme, a stock that does not trade at all will not be allocated any weight under this metric.

5. **Additional pre-trade metric not currently reflected in ranking formulas that takes into consideration price and size depth**

5-level \$Time is the percent of quoted time dollar volume for each market, out of the total quoted time dollar volume for the entire market for the period, when all 5 levels of volume are considered, with the following weightings

Orderbook Level	Weighting (w)
1	16x
2	8x
3	4x
4	2x
5	1

$$\$5leveltime_i = \frac{\sum_{l=1}^m w_l * \$time_l}{31} * 100$$

5-level \$time is the most data intensive of the considered metrics, requiring not only the price and volume available at the best bid and offer, but also up to 5 levels away from the BBO. This measure has the advantage of rewarding exchanges for providing liquidity at the BBO and also at levels away from it, weighting the BBO most highly. In the case of wide quotes, an exchange that provides very shallow improvement solely to become the "holder" of the NBBO would be rewarded for narrowing the quotes, but would also recognize the depth provided by other markets, unlike \$Time.

Question 31: Taking into consideration how these pre-trade metrics will be used within the various ranking models, are these reasonable proxies for assessing a marketplace's contribution to price and size discovery? Are there other metrics we should consider? Please provide details.

Question 32: Are the pre-trade metrics described appropriate for a marketplace that predominantly trades less liquid securities? Please indicate and describe what pre-trade metrics would be appropriate to use for such a marketplace.

b. Post-Trade Metrics

1. Percent of each marketplace's volume - means the volume traded on each marketplace divided by the total volume traded on all marketplaces in the period.

$$\%Volume_i = \frac{Volume_i}{\sum_{i=1}^m Volume_i} * 100$$

This metric rewards traded volume and tends to favour those marketplaces that trade in relatively low-priced shares, as it considers only the number of shares traded, not their value. In an extreme scenario, if a marketplace traded only low-priced stocks, this metric would inflate their overall share of the entire market.

2. Percent of each marketplace's number of trades - means the number of trades executed on each marketplace divided by the total number of trades on all marketplaces in the period.

$$\%Number_i = \frac{Number_i}{\sum_{i=1}^m Number_i} * 100$$

This metric rewards those marketplaces that have a larger number of trades. This metric could be manipulated by encouraging traders to break their orders up into smaller pieces. If this were done, neither the volume nor the dollar volume traded would change, but the number of trades would increase significantly.

3. Percent of each marketplace's dollar volume (value) - means the dollar volume traded on each marketplace divided by the total dollar volume traded on all marketplaces in the period. Dollar volume is the product of the price and volume of each trade.

$$\% \$Volume_i = \frac{\$Volume_i}{\sum_{i=1}^m \$Volume_i} * 100$$

$$\$Volume = Price * Volume$$

This metric takes the value of the transactions into account. This tends to avoid the biases that may be present in the volume metric. However, due to the requirement that crosses matched by a dealer be reported to a marketplace, it is possible that a marketplace being measured on this metric could provide incentives (such as trading rebates) to dealers to ensure that crosses are reported on their marketplace. In this way, the marketplace would have a much larger share of dollar volume without necessarily contributing to pre-trade price discovery.

4. **Percent of square-root dollar volume for each trade** - means the square-root of the \$Volume of each trade t executed on each marketplace divided by the sum of the square-root of the \$Volume traded on all marketplaces in the period.

$$\% \sqrt{\$Volume}_i = \frac{\sqrt{\$Volume_{it}}}{\sum_{t=1}^n \sum_{i=1}^m \sqrt{\$Volume}_i} * 100$$

The square-root of dollar volume is individually constructed for each transaction. While this metric is not widely published, it is easily constructed from trade reports. It reduces the importance of larger trades in relation to smaller trades. This can help alleviate the problem of very large crosses inflating a marketplace's contribution to price discovery. This metric has the potential disadvantage that trades in low-priced stocks (on the order of \$1 to \$2) will not be reduced at all, and will consequently be disproportionately represented. If a marketplace were to trade very frequently at these very low dollar values, their contribution to price discovery would be inflated by this metric.

5. **Scope of trading on each marketplace** - means the average over the period of the number of symbols with greater than 1 traded on each marketplace on day d , divided by the number of symbols traded on all marketplaces for that day.

$$Scope_i = \frac{1}{D} \sum_{t=1}^T \frac{Number\ of\ symbols\ traded_{i,d}}{MAX[Number\ of\ symbols\ traded_{i,t}] \ i = [1 - 5]}$$

Scope of trading provides a metric that measures the number of symbols a marketplace trades. This metric, when used in combination with other post-trade metrics, has the disadvantage of "double penalizing" marketplaces for not trading all securities. By construction, scope of trading will be very high for exchanges (such as the TSX) and will be lower for newer marketplaces that have yet to gain market share in less liquid stocks. While it does measure the "activity" of marketplaces, a marketplace that only trades in half of the total listed symbols is, by definition, penalized for not trading all of those symbols. Thus, if Scope is used by itself, it can be a valuable indicator of the activity levels of marketplaces, but if it is applied in conjunction with other metrics, it may disproportionately favour existing exchanges and large ATSS.

The downside of this metric is that if a marketplace wanted to achieve a scope as close as possible to one (i.e. all listed securities would be trading on this marketplace), marketplace participants could be rewarded (through credits or discounts at market open) for becoming the "first" participant of the day in any given security. In this way, marketplaces could ensure

at least one trade in every security without providing any meaningful liquidity or price discovery.

Question 33: Taking into consideration how these post-trade metrics will be used within the various ranking models, are these reasonable proxies for marketplace liquidity? Are there other metrics we should consider? Please provide details.

Question 34: Are the post-trade metrics appropriate for a marketplace that predominantly trades less liquid securities? Please indicate and describe any additional post-trade metrics would be appropriate to use for such a marketplace.

c. Ranking Models

In order to rank each marketplace's contribution to price discovery we constructed three models from the pre- and post-trade metrics. While each of these models are constructed placing equal importance on the pre- and post-trade metrics, this was an arbitrary decision.

1. **SIP Value** – is based on the revenue distribution model used by the U.S. SIP.

$$\left[\frac{\% \sqrt{\$Volume}_i + \% Number_i}{2} \right] * 0.5 + \$Time(value)_i * 0.5$$

This model incorporates the metrics used by the U.S. SIP to distribute revenue amongst participating marketplaces. The post-trade metrics used are equally weighted, and are composed of each marketplace's share of square-root dollar volume and number of trades. Both of these post-trade metrics together are assigned a weighting of 50% of the value of the model.

The pre-trade metric used is the value weighted percent of quoted dollar - time. This is also given a 50% weighting in the final model. The weighting of this model by the value traded in each security provides a greater emphasis on those stocks that are heavily traded, rewarding marketplaces more for providing liquidity where the majority is consumed.

2. **SIP Equal** - The SIP Equal model is very similar to the SIP Value Model, however instead of weighting the metrics by the value traded in each marketplace, each stock in the market is equally weighted. This index rewards marketplaces for providing price discovery across the full spectrum of traded stocks.

$$\left[\frac{\% \sqrt{\$Volume}_i + \% Number_i}{2} \right] * 0.5 + \$Time(equal)_i * 0.5$$

3. **Model 3** - differs significantly from the previous two. For the post-trade element, this model considers each marketplace's share of traded volume, share of trades and share of dollar-volume. These three elements are given equal weighting in this index. The pre-trade metrics considered are the percent of the day spent at the best spread and the percent of the day

spent at the BBO. Each of these two pre-trade elements are equally weighted. The average of both the pre- and post-trade metrics is multiplied by the Scope of the marketplace, weighting the outcome for each marketplace by the number of symbols in which it actively trades. The resulting pre- and post-trade metrics are then equally weighted to come up with the final index.

$$\left[\frac{\%Volume_i + \%Number_i + \%Volume_i}{3} \right] * Scope_i * 0.5 + \left[\frac{\%Spread_i + \%BBO_i}{2} \right] * Scope_i * 0.5$$

Question 35: Are the ranking models described appropriate for ranking a marketplaces' contribution to price discovery and liquidity? Are there other ranking methods we should consider? Please provide details.

Question 36: If you had to choose one of the three ranking methods described, which method would you chose and why?

d. Assigning an estimated fee or fee range

After calculating these ranking methods, we would use them to assess whether a marketplace's existing (or proposed) fee is related to its share of trading activity. We acknowledge the two approaches we propose may present several challenges, including the inability to directly observe the true "value" placed on these feeds by market participants, as well as the need to establish either internal or external comparisons.

We used the following two approaches to arrive at an estimated or fee range per marketplace.

- (1) Domestic reference - The first approach takes the data fees charged by each marketplace and aggregates them into a single "pool". The result is then considered to be the appropriate fee for the Canadian market, and this result is then re-distributed, based on the three ranking methods, giving us six estimated fees.

The difficulty with using this measure is that it does not provide an external evaluation of the Canadian securities data. If all fees for market data in Canada are overpriced, this method will not provide an unbiased measure of the true value of marketplaces' data fees. Rather, it will provide an indication as to whether any one market is charging relatively more or less than "average" for its data.

- (2) International reference - The second approach uses international comparisons to determine an average data fee per \$100 million traded. This approach assumes that the value of the international peers' data is relatively comparable to that of the Canadian exchanges', and that the value of this data is relative to the value of securities traded on the exchanges. The result is then redistributed based on the three ranking methods, giving us another six estimated fees. The choice of exchanges included in the comparison would impact the determination of the fair value for the Canadian data.

Question 37: Please provide your views on the reasonableness of the two approaches for establishing an appropriate reference amount for data fees to be used in applying the data fee review methodology?

Question 38: What other options should we consider for identifying an appropriate reference amount? Please provide details.

Question 39: How frequently should any selected reference amount for data fees be reviewed for their continued usefulness?

Appendix A-3

Comparison of Non-Professional Market Data Fees

Background

The Data Fee Paper defined real-time market data as consisting of pre- and post-trade data that is distributed immediately after an order has been entered, amended or cancelled or a trade has been executed. It is used by marketplace participants to make trading and order routing decisions. Pre-trade data provides details of orders entered on a marketplace and identifies the price and volume associated with each order. Post-trade data provides details of executed trades in a security.

Generally, marketplaces provide two types of real-time data feeds. Top-of-book, also known as Level 1 (L1) data consists of information on the last sale of a security, the best bid and offer, and the aggregate volume available for purchase and sale at those prices. Depth-of-book data, also known as Level 2 (L2) data consists of information on all visible orders in the marketplace (price and volume) and all trades.

Marketplaces charge different fees based on whether the L1 and/or L2 feed(s) will be used by a professional or non-professional user. These user fees are known as subscriber fees. Generally, professional users are individuals or organizations that use market data for business purposes (for example, dealers and their employees). Non-professional users are individuals that use market data for personal use.

In terms of the fees charged by for each feed and by type of user, L2 data is usually more expensive than L1 data and data for professional users is more expensive than for non-professional user for each feed type. In addition, in Canada, the fees charged for TSX-listed securities are generally higher than the ones charged for TSXV-listed securities for both L1 and L2 data.

Another way fees differ between marketplaces, in Canada and abroad, is in how these fees are charged. Generally, if a marketplace participant purchases both feeds (respectively L1 and L2) the fee charged for the most expensive feed includes the fee charged for the less expensive feed. However, there are some exceptions from this approach in Canada.¹

Taking the above into consideration, the following is a comparison of the non-professional fees to professional fees charged by equities marketplaces in Canada, and for some international comparables.

¹ TSX and TSXV charge the aggregated amount of L1 and L2 data if a user wants to purchase L2 data. Also, Omega charges a fee for its L1 data and has a fee holiday in place for its L2 data. Specifically, someone buying L2 data will pay the L1 fee.

A. Non-professional versus Professional Fees Comparison

1. Canada

Data Products by Listing Market	Non-Professional Fee	Professional Fee	Non-Professional Fee as a % of Professional Fee
TSX listeds			
TSX TL1	\$ 6.00	\$ 30.00	20.00%
TSX TL2 MarketBook	\$ 36.00	\$ 80.00	45.00%
Chi-X L1	\$ -	\$ 12.00	0.00%
Chi-X L2	\$ -	\$ 30.00	0.00%
CX2 L1	\$ -	\$ -	0.00%
CX2 L2	\$ -	\$ -	0.00%
Alpha L1	\$ 3.00	\$ 15.00	20.00%
Alpha L2 MarketBook	\$ 18.00	\$ 48.00	37.50%
Omega L1 (TSX, TSXV & CSE)	\$ 2.85	\$ 2.85	100.00%
Omega L2 (TSX, TSXV & CSE)	\$ 2.85	\$ 2.85	100.00%
Lynx L1 (TSX & TSXV)	\$ -	\$ -	0.00%
Lynx L2 (TSX & TSXV)	\$ -	\$ -	0.00%
CSE - L1 - all (incl. CSE)	\$ 2.40	\$ 12.00	20.00%
CSE - L2 - all (incl. CSE)	\$ 20.40	\$ 30.00	68.00%
TSXV listeds			
TSXV CL1	\$ 6.00	\$ 25.00	24.00%
TSX TL2 MarketBook	\$ 30.00	\$ 51.00	58.82%
Chi-X L1	\$ -	\$ 5.25	0.00%
Chi-X L2	\$ -	\$ 10.00	0.00%
CX2 L1	\$ -	\$ -	0.00%
CX2 L2	\$ -	\$ -	0.00%
Alpha L1	\$ 1.50	\$ 7.50	20.00%
Alpha L2 MarketBook	\$ 9.00	\$ 24.50	36.73%
CSE (CSE-listeds only) L1 & L2	\$ 2.00	\$ 10.00	20.00%

2. United States

US Tapes	Non-Professional Fee	Professional Fee	Non-Professional Fee as a % of Professional Fee
CTA - Tape A - L1 (high user tier)	\$ 1.00	\$ 20.00	5.0%
CTA - Tape A - L1 (low user tier)	\$ 1.00	\$ 50.00	2.0%
CTA - Tape B - L1	\$ 1.00	\$ 24.00	4.2%
UTP - Tape C - L1	\$ 1.00	\$ 23.00	4.3%
Total (including Tape A low tier)	\$ 3.00	\$ 97.00	3.1%
Total (including Tape A high tier)	\$ 3.00	\$ 67.00	4.5%

3. International

Data Products by Market	Non-Professional Fee	Professional Fee	Non-Professional Fee as a % of Professional Fee
BATS / Chi-X Europe - L1	£ -	£ 20.00	0.0%
BATS / Chi-X Europe - L2	£ -	£ 45.00	0.0%
LSE - Member - L1 (low non-pro tier)	£ 4.10	£ 28.70	14.3%
LSE - Member - L1 (high non-pro tier)	£ 0.20	£ 28.70	0.7%
LSE - Member - L2	£ 6.00	£ 105.00	5.7%
LSE - Non-Member - L1 (low non-pro tier)	£ 4.10	£ 40.00	10.3%
LSE - Non-Member - L1 (high non-pro tier)	£ 0.20	£ 40.00	0.5%
LSE - Non-Member - L2	£ 6.00	£ 157.50	3.8%
Borsa Italia - L1 (low non-pro tier)	€ 0.42	€ 12.60	3.3%
Borsa Italia - L1 (high non-pro tier)	€ 0.32	€ 12.60	2.5%
Borsa Italia - L2	€ 1.25	€ 42.00	3.0%
NASDAQ OMX Nordic - L1	€ 1.00	€ 29.00	3.4%
NASDAQ OMX Nordic - Totalview	€ 10.00	€ 74.00	13.5%
NYSE Euronext European - L1	\$ 1.00	\$ 61.00	1.6%
NYSE Euronext European - L2	\$ 1.00	\$ 86.00	1.2%
ASX Total - L2	\$ 25.00	\$ 55.00	45.5%
BM&F BOVESPA (BOVESPA feed) - L2	BRL 1.50	BRL 90.00	1.7%

REGULATION TO AMEND REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331, par. (1), (2), (8), (32), (32.0.1) and (34))

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

(1) by replacing, in the definition of the expression “automated functionality”, the words “automated functionality” with the words “automated trading functionality”;

(2) by replacing the definition of the expression “directed-action order” with the following:

“ “directed-action order” means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than an option, that,

- (a) when entered on or routed to a marketplace is to be immediately
 - (i) executed against a displayed order with any remainder to be booked or cancelled; or
 - (ii) placed in an order book;
- (b) is marked as a directed-action order; and
- (c) is entered on or routed to a marketplace to execute against a best-priced displayed order, or at the same time as one or more additional orders that are entered on or routed to one or more marketplaces, as necessary, to execute against any protected order with a better price than the entered or routed order referred to in paragraph (a);”;

(3) by replacing paragraph (a) in the definition of the expression “protected bid” with the following:

- “(a) that is displayed on a marketplace that provides automated trading functionality and
 - (i) meets or exceeds the market share threshold as set for the purposes of this definition by the regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority; or
 - (ii) does not meet or exceed the market share threshold referred to in subparagraph (i), if
 - (A) the marketplace is a recognized exchange, and
 - (B) the bid is for a security listed by and traded on that recognized exchange;”;

(4) by replacing paragraph (a) in the definition of the expression “protected offer” with the following:

- “(a) that is displayed on a marketplace that provides automated trading functionality and
 - (i) meets or exceeds the market share threshold as set for the purposes of this definition by the regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority; or
 - (ii) does not meet or exceed the market share threshold referred to in subparagraph (i), if
 - (A) the marketplace is a recognized exchange, and
 - (B) the offer is for a security listed by and traded on that recognized exchange;”.

2. The Regulation is amended by inserting, after section 4.3, the following:

“4.4. Disclosure by Dealers of Best Execution Policies

(1) A dealer must provide in writing to its clients:

- (a) a description of the dealer’s obligation under section 4.2;
- (b) a description of the factors the dealer considers for the purpose of complying with its obligation under section 4.2;
- (c) a description of the dealer’s order handling and routing practices intended to comply with its obligation under section 4.2 for orders for exchange-traded securities, other than options, including:
 - (i) the identity of any marketplace and each type of intermediary to which the dealer might route the orders for handling or execution;
 - (ii) the circumstances in which the dealer might route the orders to a marketplace or intermediary identified or referred to in the disclosure made under subparagraph (i);
 - (iii) the nature of any ownership by the dealer or affiliated entity of the dealer in, or arrangement with, any marketplace or intermediary identified or referred to in the disclosure made under subparagraph (i);
 - (iv) if any of the orders may be routed to an intermediary referred to in the disclosure made under subparagraph (i), pursuant to a contractual relationship with any such intermediary,
 - (A) a statement that the order will be subject to the order handling and routing practices of the intermediary;
 - (B) a statement that the dealer has examined the order handling and routing practices of the intermediary and is satisfied that they will facilitate best execution; and
 - (C) a description of the order handling and routing practices of the intermediary or information that specifically identifies where that description can be found;
 - (v) a statement as to whether fees are paid or payments or other compensation received by the dealer for a client order routed, or a trade resulting from a client order routed, to any marketplace or intermediary identified or referred to in the disclosure made under subparagraph (i), and a description of the circumstances under which the costs associated with those fees paid or the amounts or compensation received will be passed on to the client.

(2) A dealer must make the disclosure required under subsection (1) for each class or type of client if the factors and order handling and routing practices referred to in paragraphs 4.4(1)(b) and (c) differ materially for that class or type of client relative to any other class or type of client, or relative to all of the clients of the dealer in aggregate.

(3) A dealer must specifically identify in the disclosure made pursuant to this section:

- (a) the class or type of client to which the disclosure applies;
- (b) the class or type of securities to which the disclosure applies; and
- (c) the date of the most recent changes to the disclosure made in accordance with subsection (5).

(4) A dealer must:

(a) make the disclosure required under this section publicly available on the dealer's website; and

(b) clearly identify to clients where on the website the disclosure is found; or

(c) if the dealer does not have a website to allow it to comply with paragraphs (a) and (b), deliver the disclosure required under this section to the client

(i) upon account opening; or

(ii) if the client has an account already open with the dealer at the time this section comes into force, no later than the 90th day after this section comes into force.

(5) A dealer that provides disclosure under this section must:

(a) review the disclosure on a frequency that is reasonable in the circumstances, and

(b) based on the review under paragraph (a), promptly update the disclosure to reflect the dealer's current practices.

(6) If a dealer makes any change to the disclosure it is required to make under this section, the dealer must,

(a) for the website disclosure required under paragraph (4)(a), identify and maintain the change on the website for a period of 6 months after the change has been made; or

(b) for any disclosure required to be delivered to a client under paragraph (4)(c), deliver the change to the client no later than the 90th day after the completion of the review and update referred to in subsection (5)."

3. Section 6.3 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, in paragraph (2), the words "a marketplace that routes an order to another marketplace shall immediately notify" with the words "the marketplace that is executing the transaction or routing the order for execution shall immediately notify";

(2) by inserting, in paragraph (3) and after the words "concludes that a marketplace", the words "displaying a protected order".

4. Section 6.5 of the Regulation is replaced with the following:

"6.5. Locked or Crossed Orders

A marketplace participant or a marketplace that routes or reprices orders must not intentionally enter a displayed order on a marketplace that is subject to section 7.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation, at a price that

(a) in the case of an order to purchase, is the same as or higher than the best protected offer; or

(b) in the case of an order to sell, is the same as or lower than the best protected bid."

5. The Regulation is amended by inserting, after section 6.6, the following section:

"6.6.1. Trading Fees

(1) For the purposes of this section, "exchange-traded fund" means a mutual fund,

(a) the units of which are listed securities or quoted securities, and

(b) that is in continuous distribution in accordance with applicable securities legislation.

(2) A marketplace that is subject to section 7.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation must not charge a fee for executing an order that was entered to execute against a displayed order on that marketplace, greater than

(a) \$0.0030 per security traded for an equity security, or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of each security or unit traded is greater than or equal to \$1.00; or

(b) \$0.0004 per security traded for an equity security, or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of each security or unit traded is less than \$1.00.”.

6. Section 6.7 of the Regulation is amended by replacing the words “better-priced orders on a marketplace” with the words “better-priced protected orders”.

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

POLICY STATEMENT TO REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

PART 1 INTRODUCTION

1.1.1. Introduction

The purpose of this Policy Statement is to state the views of the Canadian securities regulatory authorities on various matters related to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (the "Regulation"), including

- (a) a discussion of the general approach taken by the Canadian securities regulatory authorities in, and the general regulatory purpose for, the Regulation; and
- (b) the interpretation of various terms and provisions in the Regulation.

1.2.2. Just and Equitable Principles of Trade

While the Regulation deals with specific trading practices, as a general matter, the Canadian securities regulatory authorities expect marketplace participants to transact business openly and fairly, and in accordance with just and equitable principles of trade.

PART 1.1 DEFINITIONS

1.1.1.1.1. Definition of best execution

(1) In the Regulation, best execution is defined as the "most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances". In seeking best execution, a dealer or adviser may consider a number of elements, including:

- a. price;
- b. speed of execution;
- c. certainty of execution; and
- d. the overall cost of the transaction.

These four broad elements encompass more specific considerations, such as order size, reliability of quotes, liquidity, market impact (i.e. the price movement that occurs when executing an order) and opportunity cost (i.e. the missed opportunity to obtain a better price when an order is not completed at the most advantageous time). The overall cost of the transaction is meant to include, where appropriate, all costs associated with accessing an order and/or executing a trade that are passed on to a client, including fees arising from trading on a particular marketplace, jitney fees (i.e. any fees charged by one dealer to another for providing trading access) and settlement costs. The commission fees charged by a dealer would also be a cost of the transaction.

(2) The elements to be considered in determining "the most advantageous execution terms reasonably available" (i.e. best execution) and the weight given to each will vary depending on the instructions and needs of the client, the particular security, the prevailing market conditions and whether the dealer or adviser is responsible for best execution under the circumstances. Please see a detailed discussion below in Part 4.

1.1.2. Definition of automated trading functionality

Section 1.1 of the Regulation includes a definition of "automated trading functionality" which is the ability to:

- (1) act on an incoming order;
- (2) respond to the sender of an order; and

(3) update the order by disseminating information to an information processor or information vendor.

Automated trading functionality allows for an incoming order to execute immediately and automatically up to the displayed size and for any unexecuted portion of such incoming order to be cancelled immediately and automatically without being booked or routed elsewhere. Automated trading functionality involves no human discretion in determining the action taken with respect to an order after the time the order is received. A marketplace with this functionality should have appropriate systems and policies and procedures relating to the handling of immediate-or-cancel orders.

1.1.3. Definition of protected order

(1) A “protected order” is defined to be a “protected bid or protected offer”. A “protected bid” or “protected offer” is an order to buy or sell an exchange-traded security, other than an option, that is displayed on a marketplace that provides automated trading functionality and about which information is provided to an information processor or an information vendor, as applicable, pursuant to Part 7 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*. In addition, a “protected bid” or “protected offer” is a bid or offer displayed on a marketplace that meets or exceeds the market share threshold as set by the regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority, or is a recognized exchange that does not meet the market share threshold and the bid displayed is for a security listed by and traded on the recognized exchange.

(2) The regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority, will apply the threshold on an established periodic basis to assess which marketplaces, including which markets or facilities of the marketplace, meet or exceed the market share threshold for the purposes of the definitions of “protected bid” and “protected offer”. The market share threshold will be applied at the market or facility level where the marketplace is comprised of more than one visible continuous auction order book, and will not be calculated in aggregate across those different markets or facilities. A list of those that meet or exceed the market share threshold will be published on the websites of the Canadian securities regulatory authorities and the regulation services provider, so that marketplace participants can easily identify the marketplaces on which displayed orders will be considered to be protected orders in accordance with subparagraph (a)(i) of the definitions of “protected bid” and “protected offer”. An updated list will be published after each periodic assessment of which marketplaces meet or exceed the market share threshold, and participants will be given an appropriate amount of time before the effective date of the published list to make any changes to operational processes that might be needed.

(3) In accordance with subsection (a)(ii) of the definitions of “protected bid” and “protected offer”, a protected order is also an order displayed on a marketplace that has not met the market share threshold where that marketplace is a recognized exchange, and the order being displayed is for a security listed by and traded on the exchange. The published list will also identify any such recognized exchanges.

(4) The market share threshold criteria, including the specifics regarding the time periods covered by the calculation and the effective date and duration of the published lists, will also be made public. The application of these criteria will be monitored and reviewed, and modifications will be made if and where appropriate or necessary. Advance public notice will be made regarding any changes to the market share threshold criteria.

(5) The term “displayed on a marketplace” refers to the information about total disclosed volume on a marketplace. Volumes that are not disclosed or that are “reserve” or hidden volumes are not considered to be “displayed on a marketplace”. The order must be provided in a way that enables other marketplaces and marketplace participants to readily access the information and integrate it into their systems or order routers.

(6) Subsection 5.1(3) of *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* does not consider orders that are not immediately executable or that have special terms as “orders” that are required to be provided to an information processor or information vendor under Part 7 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*. As a result, these orders are not considered to be “protected

orders" under the definition in the Regulation and do not receive order protection. However, those executing against these types of orders are required to execute against all better-priced protected orders first. In addition, when entering a "special terms order" on a marketplace, if it can be executed against existing protected orders despite the special term, then the order protection obligation applies.

1.1.4. Definition of calculated-price order

The definition of "calculated-price order" refers to any order where the price is not known at the time of order entry and is not based, directly or indirectly, on the quoted price of an exchange-traded security at the time the commitment to executing the order was made. This includes the following orders:

(a) ~~(a)~~ a call market order — where the price of a trade is calculated by the trading system of a marketplace at a time designated by the marketplace;

(b) an opening order — where each marketplace may establish its own formula for the determination of opening prices;

(c) a closing order — where execution occurs at the closing price on a particular marketplace, but at the time of order entry, the price is not known;

(d) a volume-weighted average price order — where the price of a trade is determined by a formula that measures average price on one or more marketplaces; and

(e) a basis order — where the price is based on prices achieved in one or more derivative transactions on a marketplace. To qualify as a basis order, this order must be approved by a regulation services provider or an exchange or quotation and trade reporting system that oversees the conduct of its members or users respectively.

1.1.5. Definition of directed-action order

(1) An order marked as a directed-action order informs the receiving marketplace that the marketplace can act immediately to carry out the action specified by either the marketplace or marketplace participant who has sent the order and that the order protection obligation is being met by the sender. Such an order may be marked "DAO" by a marketplace or a marketplace participant. Senders can specify actions by adding markers that instruct a marketplace to:

(a) execute the order and cancel the remainder using an immediate-or-cancel marker,

(b) execute the order and book the remainder,

(c) book the order as a passive order awaiting execution, and

(d) avoid interaction with hidden liquidity using a bypass marker, as defined in IIROC's Universal Market Integrity Rules.

The definition allows for the simultaneous routing of more than one directed-action order in order to execute against any better-priced protected orders. In addition, marketplaces or marketplace participants may send a single directed-action order to execute against the best protected bid or best protected offer. When it receives a directed-action order, a marketplace can carry out the sender's instructions without checking for better-priced protected orders displayed by ~~the~~ other marketplaces and implementing the marketplace's own policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs.

(2) Regardless of whether the entry of a directed-action order is accompanied by the bypass marker, the sender must take out all better-priced visible protected orders before executing at an inferior price. For example, if a marketplace or marketplace participant combines a directed-action order with a bypass marker to avoid executing against hidden liquidity, the order has order protection obligations regarding the visible protected liquidity. If a directed-action order interacts with hidden liquidity, the requirement to take

out all better-priced visible protected orders before executing at ~~an~~ a price that is inferior ~~price~~ to the best protected bid or best protected offer remains.

1.1.6. Definition of non-standard order

The definition of "non-standard order" refers to an order for the purchase or sale of a security that is subject to terms or conditions relating to settlement that have not been set by the marketplace on which the security is listed or quoted. A marketplace participant, however, may not add a special settlement term or condition to an order solely for the purpose that the order becomes a non-standard order under the definition.

1.1.7. Definition of trade-through

The definition of 'trade-through' applies only to a trade executed at a price that is inferior to the best protected bid or best protected offer. It is a trade-through regardless of whether the trade occurs on a marketplace that displays protected orders, or one that does not display protected orders. For example, a trade-through would occur if executing against an order that is displayed on an ATS that does not meet the market share threshold and at a price that is inferior to the best-priced protected order. However, a trade-through would not occur if executing against a best-priced protected order despite there being a better-priced order displayed on an ATS that does not meet the market share threshold.

PART 2 APPLICATION OF THE REGULATION

~~2.1.1.~~ Application of the Regulation

Section 2.1 of the Regulation provides an exemption from subsection 3.1(1) and Parts 4 and 5 of the Regulation if a person complies with similar requirements established by a recognized exchange that monitors and enforces the requirements set under subsection 7.1(1) of the Regulation directly, a recognized quotation and trade reporting system that monitors and enforces requirements set under subsection 7.3(1) of the Regulation directly or a regulation services provider. The requirements are filed by the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or regulation services provider and approved by a securities regulatory authority. If a person is not in compliance with the requirements of the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or the regulation services provider, then the exemption does not apply and that person is subject to subsection 3.1(1) and Parts 4 and 5 of the Regulation. The exemption from subsection 3.1(1) does not apply in Alberta, British Columbia, Ontario, Québec and Saskatchewan and the relevant provisions of securities legislation apply.

PART 3 MANIPULATION AND FRAUD

~~3.1.1.~~ Manipulation and Fraud

(1) Subsection 3.1(1) of the Regulation prohibits the practices of ~~price~~ manipulation and deceptive trading, as these may create misleading price and trade activity, which are detrimental to investors and the integrity of the market.

(2) Subsection 3.1(2) of the Regulation provides that despite subsection 3.1(1) of the Regulation, the provisions of the *Securities Act* (Alberta), the *Securities Act* (British Columbia), the *Securities Act* (Ontario), the *Securities Act* (Québec) and *The Securities Act, 1988* (Saskatchewan), respectively, relating to manipulation and fraud apply in Alberta, British Columbia, Ontario, Québec and Saskatchewan. The jurisdictions listed have provisions in their legislation that deal with manipulation and fraud.

(3) For the purposes of subsection 3.1(1) of the Regulation, and without limiting the generality of those provisions, the Canadian securities regulatory authorities, depending on the circumstances, would normally consider the following to result in, contribute to or create a misleading appearance of trading activity in, or an artificial price for, a security:

(a) Executing transactions in a security if the transactions do not involve a change in beneficial or economic ownership. This includes activities such as wash-trading.

(b) Effecting transactions that have the effect of artificially raising, lowering or maintaining the price of the security. For example, making purchases of or offers to purchase securities at successively higher prices or making sales of or offers to sell a security at successively lower prices or entering an order or orders for the purchase or sale of a security to:

- (i) establish a predetermined price or quotation,
- (ii) effect a high or low closing price or closing quotation, or
- (iii) maintain the trading price, ask price or bid price within a predetermined range.

(c) Entering orders that could reasonably be expected to create an artificial appearance of investor participation in the market. For example, entering an order for the purchase or sale of a security with the knowledge that an order of substantially the same size, at substantially the same time, at substantially the same price for the sale or purchase, respectively, of that security has been or will be entered by or for the same or different persons.

(d) Executing prearranged transactions that have the effect of creating a misleading appearance of active public trading or that have the effect of improperly excluding other marketplace participants from the transaction.

(e) Effecting transactions if the purpose of the transactions is to defer payment for the securities traded.

(f) Entering orders to purchase or sell securities without the ability and the intention to

- (i) make the payment necessary to properly settle the transaction, in the case of a purchase; or
- (ii) deliver the securities necessary to properly settle the transaction, in the case of a sale.

This includes activities known as free-riding, kiting or debit kiting, in which a person avoids having to make payment or deliver securities to settle a trade.

(g) Engaging in any transaction, practice or scheme that unduly interferes with the normal forces of demand for or supply of a security or that artificially restricts or reduces the public float of a security in a way that could reasonably be expected to result in an artificial price for the security.

(h) Engaging in manipulative trading activity designed to increase the value of a derivative position.

(i) Entering a series of orders for a security that are not intended to be executed.

(4) The Canadian securities regulatory authorities do not consider market stabilization activities carried out in connection with a distribution to be activities in breach of subsection 3.1(1) of the Regulation, if the market stabilization activities are carried out in compliance with the rules of the marketplace on which the securities trade or with provisions of securities legislation that permit market stabilization by a person in connection with a distribution.

(5) Section 3.1 of the Regulation applies to transactions both on and off a marketplace. In determining whether a transaction results in, contributes to or creates a misleading appearance of trading activity in, or an artificial price for a security, it may be relevant whether the transaction takes place on or off a marketplace. For example, a transfer of securities to a holding company for bona fide purposes that takes place off a marketplace would not normally violate section 3.1 even though it is a transfer with no change in beneficial ownership.

(6) The Canadian securities regulatory authorities are of the view that section 3.1 of the Regulation does not create a private right of action.

(7) In the view of the Canadian securities regulatory authorities, section 3.1 includes attempting to create a misleading appearance of trading activity in or an artificial price for, a security or attempting to perpetrate a fraud.

PART 4 BEST EXECUTION

~~4.1.1.~~ Best Execution

(1) The best execution obligation in Part 4 of the Regulation does not apply to an ATS that is registered as a dealer provided that it is carrying on business as a marketplace and is not handling any client orders other than accepting them to allow them to execute on the system. However, the best execution obligation does otherwise apply to an ATS acting as an agent for a client.

(2) Section 4.2 of the Regulation requires a dealer or adviser to make reasonable efforts to achieve best execution (the most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances) when acting for a client. The obligation applies to all securities.

(3) ~~Although what~~What constitutes ~~“best execution”~~ ~~varies~~ will vary depending on the particular circumstances, ~~to meet the~~ and is subject to a “reasonable efforts” test that ~~does not require achieving best execution for each and every order. To meet the~~ “reasonable efforts” test, a dealer or adviser should be able to demonstrate that it has, and has abided by, ~~its~~ policies and procedures that (i) require it to follow the client’s instructions and the objectives set, and (ii) outline ~~at~~ the process ~~it has~~ designed ~~to~~ ~~achieve~~ ~~towards the objective of achieving~~ best execution. The policies and procedures should describe how the dealer or adviser evaluates whether best execution was obtained and should be regularly and rigorously reviewed. The policies outlining the obligations of the dealer or adviser will be dependent on the role it is playing in an execution. For example, in making reasonable efforts to achieve best execution, the dealer should consider the client’s instructions and a number of factors, including the client’s investment objectives and the dealer’s knowledge of markets and trading patterns. An adviser should consider a number of factors, including assessing a particular client’s requirements or portfolio objectives, selecting appropriate dealers and marketplaces and monitoring the results on a regular basis. In addition, if an adviser is directly accessing a marketplace, the factors to be considered by dealers may also be applicable.

(4) Where securities listed on a Canadian exchange or quoted on a Canadian quotation and trade reporting system are inter-listed either within Canada or on a foreign exchange or quotation and trade reporting system, in making reasonable efforts to achieve best execution, the dealer should assess whether it is appropriate to consider all marketplaces upon which the security is listed or quoted and where the security is traded, both within and outside of Canada.

(5) In order to meet best execution obligations where securities trade on multiple marketplaces in Canada, a dealer should consider information from all appropriate marketplaces ~~and not just those~~ marketplaces where the dealer is a participant. This does not mean that a dealer must have access to real-time data feeds from each marketplace. However, its policies and procedures for seeking best execution should include the process for ~~taking into account order and/or trade information from all~~ considering activity on appropriate marketplaces and ~~the requirement to evaluate~~ an evaluation of whether ~~taking steps should be taken~~ to access orders ~~is appropriate under the circumstances~~ on a marketplace to which it does not have access. The steps to access orders may include making arrangements with another dealer who is a participant of a particular marketplace ~~or routing an order to a particular marketplace~~.

(6) As part of an evaluation of whether steps should be taken to access orders on a marketplace to which it does not have access, a dealer should consider how the decision to access or not access orders on that marketplace will impact its ability to achieve best execution for its clients, taking into consideration those clients’ objectives and needs. This applies in relation to decisions as to whether to access marketplaces that do not provide

pre-trade transparency of orders, as well as those that do display orders that are not protected orders. We expect that documented best execution policies and procedures would include the rationale for accessing or not accessing orders on particular marketplaces, and that the rationale will be reviewed for continued reasonableness at least annually, and more frequently if needed because of changes to the trading environment and market structure. This review might require an analysis of historical data relating to the order and trade activity on marketplaces to which the dealer does not have access. We expect that the factors to be considered in such an analysis would generally include the frequency at which a better price is available, size and depth of quotes, traded volumes, potential market impact, and market share (considering the types and classes of securities traded by clients, generally).

(7) For foreign exchange-traded securities, if they are traded on a marketplace in Canada, dealers should include in their best execution policies and procedures a regular assessment of whether it is appropriate to consider the marketplace as well as the foreign markets upon which the securities trade.

(7.8) Section 4.2 of the Regulation applies to registered advisers as well as registered dealers that carry out advisory functions but are exempt from registration as advisers.

(8.9) Section 4.3 of the Regulation requires that a dealer or adviser make reasonable efforts to use facilities providing information regarding orders and trades. These reasonable efforts refer to the use of the information displayed by the information processor or, if there is no information processor, an information vendor.

4.2. Disclosure by Dealers of Best Execution Policies

(1) Section 4.4 of the Regulation requires the dealer to make certain written disclosures to clients regarding its best execution policies. Paragraphs 4.4(1)(a) and (b) apply with respect to all securities, while paragraph 4.4(1)(c) requiring more detailed disclosure of order handling and routing practices applies only with respect to exchange-traded securities, other than options. This difference in application affects only the disclosure obligations and has no implications for a dealer's best execution obligations under section 4.2 of the Regulation, which applies with respect to all securities.

(2) Paragraph 4.4(1)(b) of the Regulation requires disclosure of a description of the factors the dealer considers for the purpose of complying with its obligation under section 4.2 of the Regulation. For example, we expect that this disclosure would include a description of how instructions from a client regarding the handling, routing or execution of its order(s) will be taken into account, and how this may affect execution for the client.

(3) The disclosure requirements outlined in subparagraph 4.4(1)(c)(i) through (v) of the Regulation include disclosure of order handling and routing practices for orders subject to best execution obligations (i.e., client orders). As part of these requirements, subparagraph 4.4(1)(c)(i) requires disclosure to be made regarding the identity of marketplaces to which orders are routed, including markets or facilities in circumstances where a marketplace offers trading on more than one visible continuous auction order book. We expect that foreign marketplaces to which orders are routed will also be identified. The disclosure required under that subparagraph regarding the types of intermediaries to which the dealer may route client orders for handling or execution is intended to identify those types of intermediaries performing dealer-type functions with respect to the handling and execution of the routed orders, regardless of whether or not the intermediary is registered as a dealer in Canada.

(4) Subparagraph 4.4(1)(c)(iii) of the Regulation requires disclosure of the nature of any ownership by a dealer or affiliated entity of the dealer in, or arrangement with, any marketplace or intermediary identified or referred to in the disclosure made under subparagraph 4.4(1)(c)(i). We expect that any disclosure of ownership in a marketplace or intermediary required to be made under subparagraph 4.4(1)(c)(iii) of the Regulation would specifically identify any particular marketplace or intermediary in which the dealer or affiliated entity of the dealer has an ownership interest.

(5) The disclosure required under subparagraph 4.4(1)(c)(iv) of the Regulation is intended to ensure that clients have information as to how their orders are being handled by the intermediaries the dealer relies on for order handling or execution. This would include, under clause (C) of subparagraph (iv), a description of the order handling and routing practices of each particular intermediary to whom the dealer routes orders pursuant to a contractual relationship, to the extent that description differs for each such intermediary, or information that specifically identifies where that description can be found. This particular requirement can be satisfied by providing a link to the location on the website of the intermediary where that information can be found.

(6) Regarding the disclosure required under paragraph 4.4(1)(c) of the Regulation, it is expected that the disclosure will include sufficient information to help clients make an informed decision about whether to use the services of the dealer. It is also expected that sufficient information will be provided to allow clients to understand how, when and why the handling of their orders might differ. For example, we expect that the information would explain to clients how their orders will be handled outside of regular trading hours, or when orders for securities might be executed on foreign markets or handled for execution by other intermediaries.

(7) Subsection 4.4(2) of the Regulation indicates that the disclosure required under subsection 4.4(1) of the Regulation must be made for each class or type of client if the factors and order handling and routing practices differ materially for that class or type of client, relative to any other class or type of client, or relative to all of the clients of the dealer in aggregate. It is intended that types or classes of clients would receive separate disclosure if it is needed to allow them to make an informed decision about whether to use the services of the dealer, based on how the dealer's best execution policies, including its order handling and routing practices, apply to that type or class of client. Where the best execution policies generally apply to all clients, and there is no material difference between types or class of client, then no separate disclosure would likely be needed. A dealer is not precluded from providing client-specific disclosure, and would likely need to do so for compliance with subsection 4.4(2) of the Regulation if the best execution policies are unique to the particular client and differ materially from the best execution policies applied to other clients.

(8) Subsection 4.4(4) of the Regulation sets out how the disclosure is to be made. The disclosure is required to be made publically available on the dealer's website, or if the dealer does not have a website, it must be delivered to a client. For disclosure made on the dealer's website, the dealer must clearly identify to the clients where on the dealer's website the information can be found. Any written disclosure delivered to a client under paragraph 4.4(4)(c) of the Regulation can be delivered in electronic form if a client consents. For further guidance, see Policy Statement 11-201 respecting Electronic Delivery of Documents.

(9) Subsection 4.4(5) of the Regulation sets out the requirements for reviewing and updating the disclosure required to be made under subsection 4.4 of the Regulation. The disclosure is required to be reviewed on a frequency that is reasonable in the circumstances. It is expected that the review of the disclosure will be undertaken whenever changes are made to the dealer's best execution policies and procedures, including its order handling and routing practices, that could reasonably affect a client's expectations regarding the dealer's efforts to achieve best execution for the client.

PART 5 REGULATORY HALTS

5.1.1. Regulatory Halts

Section 5.1 of the Regulation applies when a regulatory halt has been imposed by a regulation services provider, a recognized exchange, or a recognized quotation and trade reporting system. A regulatory halt, as referred to in section 5.1 of the Regulation, is one that is imposed to maintain a fair and orderly market, including halts related to a timely disclosure policy, or because there has been a violation of regulatory requirements. In the view of the Canadian securities regulatory authorities, an order may trade on a marketplace despite the fact that trading of the security has been suspended because the issuer of the security has ceased to meet minimum listing or quotation requirements, or has failed to pay

to the recognized exchange, or the recognized quotation and trade reporting system ~~or the exchange or quotation and trade reporting system recognized for the purposes of the Regulation and Regulation 21-101 Respecting Marketplace operation (“Regulation 21-101”)~~ any fees in respect of the listing or quotation of securities of the issuer. Similarly, an order may trade on a marketplace despite the fact that trading of the security has been delayed or halted because of technical problems affecting only the trading system of the recognized exchange, or recognized quotation and trade reporting system ~~or exchange or quotation and trade reporting system recognized for the purposes of the Regulation and Regulation 21-101.~~

PART 6 ORDER PROTECTION

6.1. Marketplace Requirements for Order Protection

(1) Subsection 6.1(1) of the Regulation requires a marketplace to establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs by orders entered on that marketplace, regardless of whether the marketplace on which that order is entered displays orders that are protected orders. A marketplace may implement this requirement in various ways. For example, the policies and procedures of a marketplace may reasonably prevent trade-throughs via the design of the marketplace's trade execution algorithms (by not allowing a trade-through to occur), or by voluntarily establishing direct linkages to other marketplaces. Marketplaces are not able to avoid their obligations by establishing policies and procedures that instead require marketplace participants to take steps to reasonably prevent trade-throughs.

(2) It is the responsibility of marketplaces to regularly review and monitor the effectiveness of their policies and procedures and take prompt steps to remedy any deficiencies in reasonably preventing trade-throughs and complying with subsection 6.1(2) of the Regulation. In general, it is expected that marketplaces maintain relevant information so that the effectiveness of its policies and procedures can be adequately evaluated by regulatory authorities. Relevant information would include information that describes:

- (a) steps taken by the marketplace to evaluate its policies and procedures;
- (b) any breaches or deficiencies found; and
- (c) the steps taken to resolve the breaches or deficiencies.

(3) As part of the policies and procedures required in subsection 6.1(1) of the Regulation, a marketplace is expected to include a discussion of their automated trading functionality and how they will handle potential delayed responses as a result of an equipment or systems failure or malfunction experienced by ~~another~~ any other marketplace displaying protected orders. In addition, marketplaces should include a discussion of how they treat a directed-action order when received and how it will be used.

(4) Order protection applies whenever two or more marketplaces ~~with protected orders that display orders subject to the pre-trade transparency requirements in Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation~~ are open for trading, and the displayed orders of at least one of those marketplaces are protected orders. Some marketplaces provide a trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. In these circumstances, under ~~paragraph~~ subparagraph 6.2(e)(iii), a marketplace that provides such sessions would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of protected orders on another marketplace.

6.2. Marketplace Participant Requirements for Order Protection

(1) For a marketplace participant that wants to use a directed-action order, section 6.4 of the Regulation requires a marketplace participant to establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs of protected orders, regardless of whether the marketplace on which it is

[entering the directed-action order displays orders that are protected orders](#). In general, it is expected that a marketplace participant that uses a directed-action order would maintain relevant information so that the effectiveness of its policies and procedures can be adequately evaluated by regulatory authorities. Relevant information would include information that describes:

- (a) steps taken by the marketplace participant to evaluate its policies and procedures;
- (b) any breaches or deficiencies found; and
- (c) the steps taken to resolve the breaches or deficiencies.

The policies and procedures should also outline when it is appropriate to use a directed-action order and how it will be used as set out in paragraph 6.4(a) of the Regulation.

(2) Order protection applies whenever two or more marketplaces ~~with protected orders that display orders subject to the pre-trade transparency requirements in Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation~~ are open for trading, and the displayed orders of at least one of those marketplaces are protected orders. Some marketplaces provide a trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. In these circumstances, under paragraph 6.4(a)(iv)(C) of the Regulation, a marketplace participant would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of protected orders between on other marketplaces that result from an execution of the closing-price order.

6.3. List of Trade-throughs

Section 6.2 and paragraphs 6.4(a)(i) to (a)(v) of the Regulation set forth a list of "permitted" trade-throughs that are primarily designed to achieve workable order protection and to facilitate certain trading strategies and order types that are useful to investors.

(a) (i) Paragraphs 6.2(a) and 6.4(a)(i) of the Regulation would apply where a marketplace or marketplace participant, as applicable, has reasonably concluded that at the marketplace displaying the protected order that has been traded through is experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate marketplace data. A material delay occurs when a marketplace repeatedly fails to respond immediately after receipt of an order. This is intended to provide marketplaces and marketplace participants with flexibility when dealing with a marketplace that is experiencing systems problems (either of a temporary nature or a longer term systems issue).

(ii) Under subsection 6.3(1) of the Regulation, a marketplace that is experiencing systems issues is responsible for informing all other marketplaces, its marketplace participants, any information processor, or if there is no information processor, an information vendor disseminating its information under Part 7 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* and regulation services providers when a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate marketplace data occurs. This applies both to marketplaces that display orders that are protected orders and marketplaces that display orders that are not protected orders. However, if a marketplace that displays orders that are protected orders fails repeatedly to provide an immediate response to orders received and no notification has been issued by that marketplace that it is experiencing systems issues, the routing marketplace or a marketplace participant may, pursuant to subsections 6.3(2) and 6.3(3) of the Regulation respectively, reasonably conclude that the marketplace is having systems issues and may therefore rely on paragraph 6.2(a) or 6.4(a)(i) of the Regulation respectively. This reliance must be done in accordance with policies and procedures that outline processes for dealing with potential delays in responses by a marketplace and documenting the basis of its conclusion. If, in response to the notification by the routing marketplace or a marketplace participant, the marketplace confirms that it is not actually

experiencing systems issues, the routing marketplace or marketplace participant may no longer rely on paragraph 6.2(a) or paragraph 6.4(a)(i) of the Regulation respectively.

(b) Paragraph 6.2(b) of the Regulation provides an exception from the obligation on marketplaces to use their policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs when a directed-action order is received. Specifically, a marketplace that receives a directed-action order may immediately execute or book the order (or its remaining volume) and not implement the marketplace's policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs. However, the marketplace will need to describe its treatment of a directed-action order in its policies and procedures. Paragraphs 6.2(c) and 6.4(a)(~~iii~~) of the Regulation provide an exception where a marketplace or marketplace participant simultaneously routes directed-action orders to execute against the total displayed volume of any protected order traded through. This accounts for the possibility that orders that are routed simultaneously as directed-action orders are not executed simultaneously causing one or more trade-throughs to occur because an inferior-priced order is executed first.

(c) Paragraphs 6.2(d) and 6.4(a)(~~iii~~) of the Regulation provide some relief due to moving or changing markets. Specifically, the exception allows for a trade-through to occur when immediately before executing the order that caused the trade-through, the marketplace on which the execution occurred had the best price but at the moment of execution, the market changes and another marketplace has the best ~~price~~priced protected order. The "changing markets" exception allows for the execution of an order on a marketplace, within the best bid or offer on that marketplace but outside the best protected bid or best protected offer displayed across all marketplaces that display protected orders, in certain circumstances. This could occur for example:

(i) where orders are entered on a marketplace but by the time they are executed, the best protected bid or best protected offer displayed across marketplaces changed; and

(ii) where a trade is agreed to off-marketplace and entered on a marketplace within the best protected bid and best protected offer across marketplaces, but by the time the order is executed on the marketplace (i.e. printed) the best protected bid or best protected offer as displayed across marketplaces may have changed, thus causing a trade-through.

(d) The basis for the inclusion of calculated-price orders, non-standard orders and closing-price orders in paragraphs 6.2(e) and 6.4(a)(iv) of the Regulation is that these orders have certain unique characteristics that distinguish them from other orders. The characteristics of the orders relate to price (calculated-price orders and closing-price orders) and non-standard settlement terms (non-standard orders) that are not set by an exchange or a quotation and trade reporting system.

(e) Paragraphs 6.2(f) and 6.4(a)(v) of the Regulation include a transaction that occurred when there is a crossed market between protected orders in the exchange-traded security. Without this allowance, no marketplace could execute transactions ~~in a~~where the best protected bid and best protected offer are crossed ~~market~~ because it would constitute a trade-through. With order protection only applying to displayed protected orders or parts of protected orders, hidden or reserve orders may remain in the book after all displayed protected orders are executed. Consequently, crossed markets between protected orders may occur. Intentionally crossing the ~~market~~best protected bid and best protected offer to take advantage of paragraphs 6.2(f) and 6.4(a)(v) of the Regulation would be a violation of section 6.5 of the Regulation.

6.4. Locked and Crossed Markets

(1) Section 6.5 of the Regulation provides that a marketplace participant or a marketplace that routes or reprices orders ~~shall~~must not intentionally lock or cross a ~~market~~protected order by entering a ~~protected~~displayed order ~~to~~on any marketplace to either buy a security at a price that is the same as or higher than the best protected offer, or ~~entering a protected order to~~ sell a security at a price that is the same as or lower than the best protected bid. The intention of section 6.5 of the Regulation is to prevent intentional

locks and crosses of protected orders. This applies regardless of whether the locking or crossing order is entered on a marketplace that displays orders that are protected orders. This provision is not intended to prohibit the use of marketable limit orders. Paragraphs 6.2(f) and 6.4(a)(v) of the Regulation allow for the resolution of crossed markets that occur unintentionally.

The Canadian securities regulatory authorities consider an order that is routed or repriced to be “entered” on a marketplace. The Canadian securities regulatory authorities do not consider the triggering of a previously-entered on-stop order to be an “entry” or “repricing” of that order.

(2) Section 6.5 of the Regulation ~~prohibits~~ does not restrict the ability for a marketplace participant or a marketplace that routes or reprices orders from ~~intentionally locking or crossing a market. This would occur, for example, when routing or entering a displayed order that will lock or cross with another displayed order that is not a protected order.~~

(a) If the entry of a protected order locks or crosses with a displayed order on another marketplace that is not a protected order, section 6.5 of the Regulation would restrict the ability for additional orders to be entered that would lock or cross with the protected order. This should help to minimize the duration of a locked or crossed markets in these circumstances.

(b) A displayed order that is not a protected order that becomes locked or crossed with a subsequently entered protected order does not need to be repriced or cancelled. If, however, the marketplace subsequently reprices the non-protected displayed order, as might occur with a pegged order, it will be considered to be “entered” upon repricing and subject to the restrictions against locking or crossing with a protected order.

(c) If a marketplace participant ~~enters a~~ deliberately attempts to circumvent section 6.5 of the Regulation by first entering a displayed order on a marketplace that is not a protected order, followed by the entry of a protected order on another marketplace that locks or crosses with the first displayed non-protected order it entered, the Canadian securities regulatory authorities would consider this to be a violation of section 6.5.

(3) ~~An intentional locking or crossing of a protected order on a particular marketplace or marketplaces to avoid fees charged by a marketplace or to take advantage of rebates offered by a particular marketplace. This could also~~ could occur where a marketplace system is programmed to reprice orders without checking to see if the new price would lock ~~the market~~ a protected order or where the marketplace routes orders to another marketplace that results in a ~~locked market~~ lock with a protected order. It could also occur where the intention of the marketplace participant was to lock or cross a protected order to avoid fees charged by a marketplace or to take advantage of rebates.

There are situations where a ~~locked or crossed market~~ lock or cross of a protected order may occur unintentionally. For example:

~~(a) when a marketplace participant routes multiple directed action orders that are marked immediate or cancel to a variety of marketplaces and because of latency issues, a locked or crossed market results.~~ (b) the locking or crossing order was displayed at a time when the marketplace displaying the locked or crossed protected order was experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate marketplace data;

(e**b**) the locking or crossing order was displayed at a time when a protected bid was higher than a protected offer;

~~(c)~~ (e**c**) the locking or crossing order was posted after all displayed protected liquidity was executed and a reserve order generated a new visible protected bid above the displayed protected offer, or new visible protected offer below the displayed protected bid;

(e**d**) the locking or crossing order was entered on a particular marketplace in order to comply with securities legislation requirements such as Rule 904 of Regulation S of the Securities Act of 1933 that requires securities subject to resale

restrictions in the United States to be sold in Canada on a "designated offshore securities market";

(fc) the locking or crossing order was displayed due to "race conditions" when competing orders, at least one of which is a protected order, are entered on marketplaces at essentially the same time with neither party having knowledge of the other order at the time of entry;

(gd) the locking or crossing order was a result of the differences in processing times and latencies between the systems of the marketplace participant, marketplaces, information processor and information vendors;

(hg) the locking or crossing order was a result of marketplaces having different mechanisms to "restart" trading following a halt in trading for either regulatory or business purposes; and

(ih) the locking or crossing order was a result of the execution of an order during the opening or closing allocation process of one market, while trading is simultaneously occurring on a continuous basis on another market displaying protected orders.

(3) If a marketplace participant using a directed-action order chooses to book the order, or the remainder of the order not immediately executed, then it is responsible for ensuring that the booked portion of the directed-action order does not lock or cross ~~the market~~ protected order. The Canadian securities regulatory authorities would consider a directed-action order or remainder of a directed-action order that is booked and that locks or crosses ~~the market~~ a protected order to be an intentional locking or crossing of ~~the market~~ a protected order and a violation of section 6.5 of the Regulation.

6.5. Anti-Avoidance Provision

Section 6.7 of the Regulation prohibits a person from sending an order to an exchange, quotation and trade reporting system or alternative trading system that does not carry on business in Canada in order to avoid executing against better-priced protected orders on a marketplace in Canada. The intention of this section is to prevent the routing of orders to foreign marketplaces only for the purpose of avoiding the order protection regime in Canada.

PART 7 MONITORING AND ENFORCEMENT

7.1.1 Monitoring and Enforcement of Requirements Set By a Recognized Exchange or Recognized Quotation and Trade Reporting System

Under section 7.1 of the Regulation, a recognized exchange will set its own requirements governing the conduct of its members. Under section 7.3 of the Regulation, a recognized quotation and trade reporting system will set its own requirements governing the conduct of its users. The recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system can monitor and enforce these requirements either directly or indirectly through a regulation services provider. A regulation services provider is a person that provides regulation services and is either a recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or a recognized self-regulatory entity. Sections 7.2 and 7.4 of the Regulation require the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that chooses to have the monitoring and enforcement performed by the regulation services provider to enter into an agreement with the regulation services provider in which the regulation services provider agrees to enforce the requirements of the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system.

7.2.2 Monitoring and Enforcement Requirements for an ATS

Section 8.2 of the Regulation requires the regulation services provider to set requirements that govern an ATS and its subscribers. Before executing a trade for a subscriber, the ATS must enter into an agreement with a regulation services provider and an agreement with each subscriber. These agreements form the basis upon which a regulation services provider will monitor the trading activities of the ATS and its subscribers and enforce its requirements. The requirements set by a regulation services

provider must include requirements that the ATS and its subscribers will conduct trading activities in compliance with the Regulation. The ATS and its subscribers are considered to be in compliance with the Regulation and are exempt from the application of most of its provisions if the ATS and the subscriber are in compliance with the requirements set by a regulation services provider.

7.37.3. Monitoring and Enforcement Requirements for an Inter-Dealer Bond Broker

Section 9.1 of the Regulation requires that a regulation services provider set requirements governing the conduct of an ~~inter-dealer~~interdealer bond broker. Under section 9.2 of the Regulation, the inter-dealer bond broker must enter into an agreement with the regulation services provider providing that the regulation services provider monitor the activities of the inter-dealer bond broker and enforce the requirements set by the regulation services provider. However, section 9.3 of the Regulation provides inter-dealer bond brokers with an exemption from sections 9.1 and 9.2 of the Regulation if the inter-dealer bond broker complies with the requirements of IIROC Rule 2800 Code of Conduct for Corporation Dealer Member Firms Trading in Wholesale Domestic Debt Markets, as amended, as if that policy was drafted to apply to the inter-dealer bond broker.

7.47.4. Monitoring and Enforcement Requirements for a Dealer Executing Trades of Unlisted Debt Securities Outside of a Marketplace

Section 10.1 of the Regulation requires that a regulation services provider set requirements governing the conduct of a dealer executing trades of unlisted debt securities outside of a marketplace. Under section ~~10.3~~10.2 of the Regulation, the dealer must also enter into an agreement with the regulation services provider providing that the regulation services provider monitor the activities of the dealer and enforce the requirements set by the regulation services provider.

7.5. Agreement between a Marketplace and a Regulation Services Provider

The purpose of subsections 7.2(c) and 7.4(c) of the Regulation is to facilitate the monitoring of trading by marketplace participants on and across multiple marketplaces by a regulation services provider. These sections of the Regulation also facilitate monitoring of the conduct of a recognized exchange and recognized quotation and trade reporting system for particular purposes. This may result in regulation services providers monitoring marketplaces that have retained them and reporting to a recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or securities regulatory authority if a marketplace is not meeting regulatory requirements or the terms of its own rules or policies and procedures. While the scope of this monitoring may change as the market evolves, we expect it to include, at a minimum, monitoring clock synchronization, the inclusion of specific designations, symbols and identifiers, order protection requirements and audit trail requirements.

7.6. Coordination of Monitoring and Enforcement

- (1) Section 7.5 of the Regulation requires regulation services providers, recognized exchanges and recognized quotation and trade reporting systems to enter into a written agreement whereby they coordinate the enforcement of the requirements set under Parts 7 and 8. This coordination is required in order to achieve cross-marketplace monitoring.
- (2) If a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system has not retained a regulation services provider, it is still required to coordinate with any regulation services provider and other exchanges or quotation and trade reporting systems that trade the same securities in order to ensure effective cross-marketplace monitoring.
- (3) Currently, only IIROC is the regulation services provider for both exchange-traded securities, other than options and in Québec, other than standardized derivatives, and unlisted debt securities. If more than one regulation services provider regulates marketplaces trading a particular type of security, these regulation services providers must coordinate monitoring and enforcement of the requirements set.

PART 8 AUDIT TRAIL REQUIREMENTS

8.18.1 Audit Trail Requirements

Section 11.2 of the Regulation imposes obligations on dealers and inter-dealer bond brokers to record in electronic form and to report certain items of information with respect to orders ~~that they receive~~ and trades. Information to be recorded includes any markers required by a regulation services provider (such as a significant shareholder marker). The purpose of the obligations set out in Part 11 is to enable the entity performing the monitoring and surveillance functions to construct an audit trail of order, quotation and transaction data which will enhance its surveillance and examination capabilities.

8.28.2 Transmission of Information to a Regulation Services Provider

Section 11.3 of the Regulation requires that a dealer and an inter-dealer bond broker provide to the regulation services provider information required by the regulation services provider, within ten business days, in electronic form. This requirement is triggered only when the regulation services provider sets requirements to transmit information.

8.38.3 Electronic Form

Subsection 11.3 of the Regulation requires any information required to be transmitted to the regulation services provider and securities regulatory authority in electronic form. Dealers and inter-dealer bond brokers are required to provide information in a form that is accessible to the securities regulatory authorities and the regulation services provider (for example, in SELECTR format).

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

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») – Modifications proposées concernant la Règle sur la protection des ordres

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») publie le projet, déposé par l'OCRCVM, de modifications concernant la Règle sur la protection des ordres. Le projet de modifications cadre avec le projet des Autorités canadiennes en valeurs mobilières visant à modifier les dispositions du Règlement 23-101 sur les règles de négociation qui portent sur la protection et la meilleure exécution des ordres.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

Commentaires

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires doivent en transmettre une copie, au plus tard le 19 septembre 2014, à :

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
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 :

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Direction principale de l'encadrement des structures de marché
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4358
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : serge.boisvert@lautorite.qc.ca



AVIS DE L'OCRCVM

**Avis sur les règles
Appel à commentaires**
RUIM

Destinataires à l'interne :
Affaires juridiques et conformité
Haute direction
Institutions
Pupitre de négociation

Personne-ressource :

James E. Twiss
Conseiller principal à la politique
relative aux marchés, Politique de
réglementation des marchés
Téléphone : 416 646-7277
Télécopieur : 416 646-7265
Courriel : jtwiss@iiroc.ca

14-0124
Le 15 mai 2014

Dispositions proposées concernant la Règle sur la protection des ordres

Récapitulatif

Le 7 mai 2014, le conseil d'administration de l'OCRCVM (le **conseil**) a approuvé la publication pour commentaires d'un projet de modification des RUIM (le **Projet de modification**) qui cadre avec le projet des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) visant à modifier les dispositions du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (la Norme canadienne 23-101 ailleurs qu'au Québec) (les **règles de négociation des ACVM**) qui portent sur la protection et la meilleure exécution des ordres (le **projet de modification de la RPO des ACVM**)¹.

Le projet de modification de la RPO des ACVM :

- redéfinit le terme « ordre protégé » aux fins de la partie 6 des règles de négociation des ACVM (la **RPO**);

¹ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2014), vol. 11, n°19, section 7.2.



- exige que seuls les ordres affichés sur un marché qui respecte un seuil lié à la part de marché soient pris en compte pour déterminer si la RPO a été respectée²;
- précise que les ordres affichés saisis sur un marché quelconque ne peuvent figer ou croiser le meilleur ordre protégé;
- oblige les courtiers à fournir de l'information sur leurs politiques en matière de meilleure exécution, en particulier en ce qui concerne leurs pratiques de traitement et d'acheminement des ordres, y compris la détermination des marchés ou des fonctions de négociation et les types d'intermédiaires auxquels les ordres clients peuvent être acheminés pour être traités ou exécutés;
- fixe un plafond à l'égard des droits de négociation.

Le Projet de modification :

- modifie la définition du terme « marché protégé » afin qu'elle s'applique à un marché qui respecte le seuil lié à la part de marché établie aux fins de la RPO³;
- précise que le « meilleur cours vendeur » et le « meilleur cours acheteur » sont déterminés d'après les ordres affichés sur un « marché protégé »;
- confirme qu'un « ordre de contournement » peut être saisi sur tout marché qui affiche les ordres et pas seulement sur un marché protégé;
- confirme que le fait de saisir un ordre client sur un marché qui n'est pas protégé tout en saisissant un ordre propre ou un ordre non-client assorti des mêmes modalités sur un marché protégé est considéré comme une violation de l'interdiction de la négociation intentionnelle en avance sur le marché prévue par la règle sur la priorité aux clients;
- confirme qu'un participant doit tenir compte des ordres affichés sur un marché qui n'est pas protégé, s'il dispose d'une telle information ou s'il la connaît, lorsqu'il détermine si un ordre client pour compte propre est exécuté au « meilleur cours disponible »;

² De plus, il sera nécessaire, pour les ordres visant les titres cotés à une bourse qui ne respecte pas le seuil lié à la part de marché, de prendre en compte les titres cotés à cette bourse.

³ De plus, une bourse qui ne respecte pas le seuil lié à la part de marché sera un marché protégé pour ce qui est de la négociation des titres cotés à cette bourse.



- apporte plusieurs modifications rédactionnelles et corrélatives à certaines dispositions.

L'incidence la plus importante du Projet de modification est que celui-ci permettrait à un participant ou une personne ayant droit d'accès de tenir compte uniquement des ordres affichés sur des marchés protégés pour déterminer si une exigence des RUIM qui renvoie au « meilleur cours vendeur », au « meilleur cours acheteur » ou au « meilleur cours » a été respectée, sauf dans trois situations précises liées :

- à la meilleure exécution (se reporter à la rubrique 2.3 du présent avis);
- à la priorité aux clients (se reporter à la rubrique 3.2 du présent avis);
- à l'exécution d'ordres clients pour compte propre (se reporter à la rubrique 3.3 du présent avis).

Si les autorités de reconnaissance approuvent le Projet de modification, l'OCRCVM prévoit que les modifications prendront effet à la date à laquelle les modifications des règles de négociation des ACVM qui ont trait à la RPO prendront effet.



Avis sur les règles - Table des matières

1.	Processus d'élaboration de politiques	4
2.	Contexte du Projet de modification	6
	2.1. Examen par les ACVM de la Règle sur la protection des ordres	6
	2.2. Projet de modification de la RPO des ACVM et autres initiatives	7
	2.2.1.....Résumé du Projet de modification de la RPO des ACVM	7
	2.2.2.....Processus proposé pour l'établissement du seuil aux fins de la RPO	8
	2.3 Projet de modification futur lié à la meilleure exécution	9
3.	Exposés du Projet de modification	11
	3.1 Définitions	11
	3.1.1Définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur »	11
	3.1.2Définition d'« ordre de contournement »	12
	3.1.3Définition de « marché protégé »	13
	3.2 Priorité aux clients	14
	3.3 Exécution d'ordres clients pour compte propre	14
	3.4 Modifications rédactionnelles et corrélatives	15
	3.4.1Cours servant à établir les « unités de négociation standard »	15
	3.4.2Interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur ».....	16
	3.4.3Clarification des pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché	16
	3.4.4Précisions concernant l'exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle	16
4.	Résumé des effets du Projet de modification	17
5.	Incidences technologiques et plan de mise en œuvre	18
	5.1 Incidences technologiques	18
	5.2 Plan de mise en œuvre	19
Annexe A	-.....Dispositions proposées concernant la Règle sur la protection des ordres	19
Annexe B	-.....Libellé des RUIM reproduisant le Projet de modification concernant la Règle sur la protection des ordres	23



1. Processus d'élaboration des politiques

L'OCRCVM est un organisme d'autoréglementation reconnu par chacune des autorités provinciales canadiennes en valeurs mobilières (les **autorités de reconnaissance**) et, à ce titre, est un fournisseur de services de réglementation autorisé aux fins du Règlement 21-101 (la Norme canadienne 21-101 ailleurs qu'au Québec) (la **norme sur le fonctionnement du marché**) et des règles de négociation des ACVM.

Comme fournisseur de services de réglementation, l'OCRCVM administre et met en application des règles de négociation pour les marchés qui retiennent ses services⁴. L'OCRCVM a adopté les RUIM et les autorités de reconnaissance les ont approuvées à titre de règles d'intégrité du marché en matière de négociation qui s'appliqueront à tout marché qui retient les services de l'OCRCVM comme fournisseur de services de réglementation.

L'OCRCVM a fait appel au Comité consultatif sur les règles du marché (le **CCRM**) pour obtenir des conseils sur le Projet de modification. Le CCRM est formé de représentants des marchés pour lesquels l'OCRCVM agit à titre de fournisseur de services de réglementation, des participants, des investisseurs institutionnels, des adhérents ainsi que du milieu juridique et de la conformité⁵.

L'OCRCVM sollicite des commentaires sur tous les aspects du Projet de modification, y compris toute question qui n'est pas abordée par le présent appel à commentaires. Les commentaires doivent être faits par écrit et transmis au plus tard le **19 septembre 2014** à :

James E. Twiss

Conseiller principal à la politique relative aux marchés, Politique
de réglementation des marchés
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs
mobilières

⁴ À l'heure actuelle, les services de l'OCRCVM à titre de fournisseur de services de réglementation ont été retenus par : Alpha Exchange Inc. (Alpha), CNSX Markets Inc. (l'exploitant de Canadian Securities Exchange ou CSE), la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX, chacune une « bourse » aux fins de la norme sur le fonctionnement du marché (une bourse); et par Bloomberg Tradebook Canada Company (Bloomberg), Chi-X Canada ATS Limited (qui exploite Chi-X et CX2), Instinet Canada Cross Ltd. (Instinet), Liquidnet Canada Inc. (Liquidnet), Omega Securities Inc. (qui exploite Omega ATS et Lynx ATS), TMX Select (TMX Select) et TriAct Canada marché canadien S.E.C. (l'exploitant de MATCH Now), chacun un système de négociation parallèle (un SNP).

⁵ L'examen du Projet de modification par le CCRM ne devrait pas être interprété comme l'approbation ou l'aval du Projet de modification. Les membres du CCRM peuvent donner leur point de vue personnel sur des sujets sans représenter pour autant le point de vue de leurs organismes respectifs exprimé au cours du processus de consultation publique.



121, rue King Ouest
 Bureau 2000
 Toronto (Ontario) M5H 3T9
 Télécopieur : 416 646-7265
 Courriel : jtwiss@iiroc.ca

Dès leur réception, les lettres de commentaires seront mises à la disposition du public sur le site Internet de l'OCRCVM (www.ocrcvm.ca sous la rubrique « Avis » et les sous-rubriques « Avis sur les règles - Tous les avis sur les RUIIM - Tous les appels à commentaires sur les RUIIM »). Un résumé des commentaires formulés dans chaque lettre figurera aussi dans un prochain avis de l'OCRCVM.

Après avoir examiné les commentaires sur le Projet de modification reçus en réponse au présent appel à commentaires ainsi que les commentaires des autorités de reconnaissance, l'OCRCVM peut recommander d'apporter des révisions au Projet de modification. Si les révisions ne sont pas importantes, le conseil a autorisé le président à les approuver au nom de l'OCRCVM, et le Projet de modification, dans sa version révisée, sera soumis à l'approbation des autorités de reconnaissance. Si les révisions sont importantes, le Projet de modification, dans sa version révisée, sera soumis à la ratification du conseil et, s'il est ratifié, il sera publié dans le cadre d'un nouvel appel à commentaires.

2. Contexte du Projet de modification

2.1. Examen par les ACVM de la Règle sur la protection des ordres

À la lumière de l'évolution du contexte de la négociation des titres de capitaux propres au Canada depuis l'approbation de la RPO en 2009, les ACVM ont entrepris un examen de la RPO ayant pour principal objet d'en peser les avantages, par exemple :

- l'amélioration de l'efficacité découlant de la consolidation de l'accès à des marchés fragmentés;
- le sentiment d'équité accru des investisseurs, du fait que leurs ordres visibles à meilleur cours se négocient avant d'autres ordres à cours inférieur;
- son effet favorable sur le développement de la concurrence (et les résultats de cette concurrence),



par rapport aux coûts, y compris l'inefficience qui pourrait en découler si :

- les participants au marché deviennent des consommateurs captifs de services axés sur le marché afin de se conformer à la RPO;
- les consommateurs captifs génèrent des revenus excédentaires pour les marchés, ce qui favorise un niveau de concurrence par ailleurs insoutenable;
- l'existence d'un tel niveau de concurrence entraîne trop de complications, de coûts et d'inefficience dans la négociation des titres de capitaux propres.

Le personnel de l'OCRCVM a participé aux discussions des membres des ACVM concernant l'examen et les politiques possibles pour répondre aux diverses préoccupations. À l'issue de cet examen, les ACVM ont conclu que les coûts et l'inefficience associés à la protection de 100 % des ordres affichés contre les transactions hors cours n'étaient peut-être pas suffisamment justifiés par les avantages qui en découlent.

2.2. Projet de modification de la RPO des ACVM et autres initiatives

2.2.1. Résumé du Projet de modification de la RPO des ACVM

En vertu du Projet de modification de la RPO des ACVM :

- les ordres visibles saisis sur un marché qui respecte ou dépasse un seuil lié à la part de marché établi par les ACVM (le **seuil aux fins de la RPO**) seront protégés;
- les ordres visibles saisis à une bourse qui ne respecte pas le seuil aux fins de la RPO seront protégés uniquement pour les titres cotés à cette bourse;
- l'application des dispositions concernant les ordres figés et croisés sera limitée aux ordres protégés figés ou croisés (de sorte qu'un ordre pourrait être saisi sur un marché protégé et avoir pour effet de figer ou croiser un ordre affiché qui n'est pas un ordre protégé);
- les courtiers seront tenus de fournir de l'information aux clients sur leurs obligations concernant la meilleure exécution



et leurs pratiques de traitement et d'acheminement des ordres visant des titres cotés (et sur les mesures visant les marchés non protégés);

- les droits de négociation active relatifs à tous les titres cotés seront assujettis à un plafond de 0,0030 \$ par titre pour les titres cotant 1,00 \$ ou plus et de 0,0004 \$ par titre pour les titres cotant moins de 1,00 \$⁶.

2.2.2. Processus proposé pour l'établissement du seuil aux fins de la RPO

Le seuil aux fins de la RPO sera calculé en fonction des transactions sur le marché aux enchères en continu qui résultent d'**ordres affichés passifs**, à l'exception de certaines transactions décrites dans l'Avis des ACVM relatif au Projet de modification de la RPO des ACVM.

Le calcul se fondera sur l'activité de négociation au cours d'une période d'un an et s'appliquera au niveau du marché ou de la fonction lorsque les marchés comprennent plusieurs marchés ou fonctions visibles⁷. Le seuil initial fixé aux fins de la RPO correspondra à une part de marché de 5 % du volume et de la valeur rajustés des transactions.

Tout au long de la période d'un an, les ACVM et l'OCRCVM prévoient calculer et publier tous les mois sur leurs sites Internet respectifs l'information concernant la part de marché de chaque marché afin d'établir le seuil aux fins de la RPO⁸. Peu après la fin de la période d'un an, les ACVM et l'OCRCVM publieront une liste des marchés protégés qui prendra effet environ trois mois après sa publication.

⁶ Ces plafonds s'appliqueront à toutes les négociations au moyen d'enchères en continu. Par conséquent, ils ne s'appliqueront pas aux transactions par ailleurs non assujetties à la RPO, telles les transactions résultant d'un ordre au premier cours ou d'un ordre au dernier cours. Ces plafonds ne s'appliqueront pas non plus à la négociation de droits, de bons de souscription, de débetures et de billets, mais s'appliqueront aux fonds négociés en bourse. Le plafond des droits de négociation relatifs aux titres cotant moins de 1,00 \$ représente les droits de négociation active les plus élevés actuellement facturés par un marché relativement à la négociation des titres cotés à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX.

⁷ Par exemple, certains marchés comprennent actuellement des registres d'ordres visibles distincts sur le marché aux enchères en continu auxquels le seuil aux fins de la RPO doit s'appliquer séparément.

⁸ L'OCRCVM prévoit que la publication initiale des données relatives au seuil aux fins de la RPO ait lieu en même temps que la publication de l'avis concernant l'approbation du Projet de modification.



2.3 *Projet de modification futur lié à la meilleure exécution*

En 2013, l'OCRCVM a réalisé un sondage auprès des participants et des autres courtiers en placement qui exécutent ou traitent sur le marché, pour le compte de leurs clients, des opérations sur des titres cotés, afin de dresser un tableau des pratiques qu'ils emploient pour obtenir la meilleure exécution des ordres clients.

L'OCRCVM a récemment publié un avis⁹ résumant les réponses des participants au sondage sur divers sujets, dont les suivants :

- l'accès aux marchés transparents et opaques;
- l'utilisation de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres;
- la gouvernance de la meilleure exécution;
- les pratiques de traitement des ordres;
- le traitement des charges et rabais des marchés;
- les pratiques de conformité et de surveillance.

L'OCRCVM pourrait utiliser les informations recueillies au moyen du sondage pour élaborer des modifications visant soit les RUIM, soit les Règles des courtiers membres, soit les deux ensembles de règles, et/ou des notes d'orientation dans le but d'aider les courtiers membres à respecter leur obligation de meilleure exécution. Pour le moment, l'OCRCVM entend concentrer son examen des politiques sur les aspects suivants :

- politiques et procédures en vue d'une meilleure exécution;
- gouvernance de la meilleure exécution;
- surveillance des pratiques de meilleure exécution;
- déclaration des pratiques de traitement des ordres.

Pour cette raison, le Projet de modification ne contient **pas** de disposition sur la déclaration des politiques en matière de meilleure exécution. Une telle disposition fera partie d'une initiative future de l'OCRCVM sur les pratiques de meilleure exécution, et son élaboration pourrait être guidée par les commentaires reçus par les ACVM sur cet aspect du Projet de modification de la RPO des ACVM.

⁹ Avis de l'OCRCVM 14-0082 - Avis sur les règles - Avis technique - RUIM et Règles des courtiers membres - Résultats du Sondage sur la meilleure exécution (28 mars 2014).



L'OCRCVM souhaiterait rappeler aux participants les exigences actuelles des RUIIM concernant l'obligation de meilleure exécution. L'article 4 de la Politique 5.1 assujettit expressément au respect de la RPO l'obtention de la meilleure exécution à l'égard d'un ordre client. Si le Projet de modification de la RPO des ACVM est mis en œuvre, un participant ne sera pas obligé de tenir compte des ordres saisis sur un marché qui n'était pas « protégé » pour déterminer si la RPO a été respectée. Cependant, selon l'article 2 de la Politique 5.1, un participant est tenu, dans ses politiques et procédures en vue d'une meilleure exécution, d'examiner, outre les autres facteurs exposés aux articles 1, 2 et 3 de la Politique 5.1, si un marché transparent qui n'est pas un « marché protégé » a néanmoins démontré qu'il disposera fort probablement de liquidités à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client.

La question de savoir si un marché est « protégé » aux fins de la RPO est distincte de celle de savoir si, selon un participant, un marché doit être pris en compte aux fins de l'obtention de la meilleure exécution des ordres clients conformément au paragraphe 5.1 des RUIIM.

Un participant obtient la meilleure exécution en adhérant aux politiques et procédures qu'il a adoptées dans le but de « s'efforcer avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». Ces politiques et procédures doivent être révisées au moins une fois par an, et plus fréquemment s'il y a lieu, notamment lorsque des changements sont survenus sur les marchés ou relativement à leur structure. Cet examen peut être fondé sur l'historique des ordres et sur les détails des opérations émanant des marchés, y compris de ceux pour lesquels le participant ne reçoit pas de données en temps réel et auxquels il n'a pas accès en qualité de membre, d'utilisateur ou d'adhérent. Ni les règles de négociation des ACVM ni les RUIIM n'exigent d'un participant qu'il ait accès, directement ou indirectement, aux négociations sur tous les marchés. Il revient au participant d'en décider, dans le contexte de la recherche de la meilleure exécution des ordres des clients et du respect des autres exigences réglementaires applicables, dont la PRO. Chaque participant peut avoir différents types de modèles de fonctionnement et de clients; ses politiques et procédures peuvent donc varier selon ses secteurs d'activité ou ses pupitres de négociation. Aux fins de la conformité avec la PRO, il n'est pas obligatoire que les mécanismes d'acheminement des ordres utilisés par le participant ou la personne ayant droit d'accès tiennent compte des



ordres affichés sur un marché non protégé. En revanche, si le participant détermine que le respect des règles de meilleure exécution exige qu'il tienne compte des ordres affichés sur un marché non protégé, les décisions de son mécanisme d'acheminement des ordres doivent alors tenir compte des ordres affichés sur ce marché non protégé.

3. Exposé du Projet de modification

Le texte qui suit résume les principaux éléments du Projet de modification :

3.1 Définitions

3.1.1 Définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur »

À l'heure actuelle, la définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur » qui figure dans les RUIM se base sur le cours sur un marché tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché. Compte tenu du projet de modification de la RPO, l'OCRCVM estime qu'il conviendrait de limiter la définition aux ordres affichés sur un « marché protégé » puisque ce sont ces ordres qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès doit prendre en compte pour empêcher les transactions hors cours.

Les expressions « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur » sont utilisées dans l'ensemble des RUIM, notamment :

- dans la définition de « meilleur cours acheteur indépendant » (qui sert à déterminer les activités de stabilisation du marché permises aux termes du paragraphe 7.7 des RUIM);
- dans la définition de « meilleur cours »¹⁰;
- dans la définition de « titre relié »;

¹⁰ Au sens des RUIM, « meilleur cours » s'entend, à l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre visant un titre donné, d'un cours :

- a) inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours vendeur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'un achat; toutefois, si le meilleur cours acheteur est inférieur de un échelon de cotation au meilleur cours vendeur, le cours doit être inférieur d'au moins un demi-échelon de cotation;
- b) supérieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours acheteur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'une vente; toutefois, si le meilleur cours vendeur est supérieur de un échelon de cotation au meilleur cours acheteur, le cours doit être supérieur d'au moins un demi-échelon de cotation.



- dans la définition de « transaction désignée »;
- dans la détermination de la valeur d'un ordre pour l'application des paragraphes 6.3 (Diffusion des ordres), 6.4 (Obligation de négocier sur un marché) et 8.1 (Exécution d'ordres clients pour compte propre);
- dans l'interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur » conformément à l'alinéa 1.2(8);
- dans les dispositions de l'article 2 de la Politique 2.1 concernant l'exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle;
- dans les dispositions concernant l'« obligation de meilleure exécution » prévue au paragraphe 5.2;
- dans les dispositions de la Politique 5.3 concernant la priorité aux clients;
- dans les dispositions du paragraphe 6.6 concernant l'amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible;
- dans les dispositions du paragraphe 7.4 concernant le registre officiel d'un ordre;
- dans les dispositions du paragraphe 8.1 et de la Politique 8.1 concernant l'exécution d'ordres clients pour compte propre.

3.1.2 Définition d'« ordre de contournement »

La définition actuelle d'« ordre de contournement » prévoit l'exécution d'un ordre sur un marché protégé. Un ordre de contournement est conçu de façon à ne pouvoir être exécuté contre la liquidité invisible sur un marché ou la liquidité sur le marché fournie par divers ordres hors des circuits habituels. Un ordre de contournement est un ordre qui fait partie d'une transaction désignée ou qui vise à respecter les exigences des RUIIM (qui intègrent par renvoi l'obligation de ne pas procéder à des transactions hors cours en contravention de la RPO). Le Projet de modification reconnaît expressément qu'un ordre de contournement pourrait être exécuté sur un marché transparent autre qu'un « marché protégé ». Bien que la RPO n'impose aucune obligation envers les ordres affichés sur un marché non protégé, une transaction désignée pourrait être exécutée sur un tel marché. Lors de son exécution sur un marché non protégé, l'ordre serait négocié contre les ordres qui sont affichés sur ce marché et



qui auraient fait partie du volume déclaré si ce marché avait été un marché protégé.

3.1.3 Définition de « marché protégé »

À l'heure actuelle, selon les RUIM, « marché protégé » s'entend d'un marché qui :

- diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique à l'agence de traitement de l'information ou à un ou plusieurs fournisseurs d'information conformément à la Norme sur le fonctionnement du marché;
- autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;
- assure une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée;
- assure un appariement des ordres et l'exécution des transactions pleinement automatisés.

Suivant le Projet de modification, la définition de « marché protégé » est étoffée par l'ajout d'un cinquième élément. Cette exigence supplémentaire veut qu'un marché protégé, conformément aux règles de négociation des ACVM, soit respecte le seuil établi pour l'application des définitions « offre d'achat protégé » et « offre de vente protégée », soit, dans le cas d'une bourse qui ne respecte pas ce seuil, ne le respecte pas que pour les ordres visant les titres cotés à cette bourse. (Se reporter à la sous-rubrique 2.2.2, qui présente un exposé sommaire du processus proposé pour l'établissement du seuil aux fins de la RPO).

Tous les marchés actuels, à l'exception de MATCH Now, Liquidnet et Instinet, répondent à la définition de « marché protégé » qui figure actuellement dans les RUIM. Si le Projet de modification de la définition de « marché protégé » est adoptée, certains marchés qui fournissent une transparence avant les opérations à l'égard des ordres pourraient néanmoins cesser de satisfaire à la définition de « marché protégé ». Selon le projet, les ACVM procéderont chaque année, en collaboration avec l'OCRCVM, à l'application du seuil et à la détermination des marchés dont les ordres affichés sont « protégés ». La méthode de calcul du seuil et la liste des marchés protégés seront publiées sur le site Internet des autorités en valeurs mobilières concernées et de l'OCRCVM.



3.2 Priorité aux clients

Le paragraphe 5.3 des RUIIM établit une exigence générale selon laquelle un participant ne doit pas saisir un ordre propre ou un ordre non-client du participant dont le participant sait ou aurait dû savoir qu'il fera, ou qu'il est raisonnablement vraisemblable qu'il fasse, l'objet d'une exécution par priorité à un ordre client reçu par le participant avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client. L'article 2 de la Politique 5.3 impose une interdiction générale à l'égard de la négociation intentionnelle en avance sur le marché. Le Projet de modification mentionne, à titre d'exemples supplémentaires de « transactions intentionnelles » interdites, la saisie d'un ordre client sur un marché qui n'est pas un marché protégé mais qui affiche les ordres conformément à la Partie 7 de la Norme sur le fonctionnement du marché (plutôt que suivant les directives du client) et la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client sur un marché protégé. L'hypothèse qui sous-tend le Projet de modification est qu'il existe une probabilité qu'un ordre à un cours déterminé puisse être exécuté sur un marché protégé avant un ordre sur un marché non protégé puisque ce ne sont pas tous les participants qui disposent de renseignements sur les ordres affichés sur le marché non protégé ou qui ont accès à la négociation sur ce marché.

3.3 Exécution d'ordres clients pour compte propre

En vertu du paragraphe 8.1 des RUIIM, sous réserve de certaines exceptions, un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard ayant une valeur d'au plus 100 000 \$ peut être exécuté contre un ordre propre ou un ordre non-client du participant à un meilleur cours « à condition [que le participant] ait pris des mesures raisonnables pour s'assurer que le cours est le meilleur cours disponible pour le client selon la conjoncture du marché ».

Suivant le Projet de modification, lorsqu'il établit le « meilleur cours disponible », le participant devrait tenir compte des cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information ou s'il la connaît. Cependant, un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1 :



- s'il a connaissance d'un ordre affiché sur un marché qui n'est pas un marché protégé;
- s'il exécute un ordre client contre un ordre propre ou un ordre non-client à un « meilleur cours » (déterminé d'après les ordres affichés sur les marchés protégés);
- s'il exécute un ordre propre ou un ordre non-client, en totalité ou en partie, contre l'ordre affiché sur le marché non protégé (à un meilleur cours que celui que le participant procure au client).

3.4 Modifications rédactionnelles et corrélatives

Le Projet de modification apporte plusieurs modifications rédactionnelles et corrélatives, dont les suivantes :

3.4.1 Cours servant à établir les « unités de négociation standard »

Selon les orientations fournies dans l'Instruction générale relative au Règlement 21-101, un ordre visant un lot irrégulier ne répondrait pas aux critères pour être considéré comme un ordre protégé¹¹. Un ordre visant des lots irréguliers est essentiellement un ordre qui ne vise pas au moins une unité de négociation standard¹². À l'heure actuelle, les RUIIM prévoient que l'établissement du cours auquel un titre est négocié se fonde sur le dernier cours vendeur du titre le jour de bourse précédent. Le dernier cours vendeur peut être établi par une transaction sur un marché quelconque, y compris les transactions pouvant être exécutées en dehors des heures de négociation « habituelles », soit de 9 h 30 à 16 h.

L'OCRCVM sait que les marchés utilisent généralement le dernier cours vendeur du marché sur lequel un titre est coté. Le Projet de modification permet expressément cette pratique, à condition que tous les marchés admissibles à la négociation de ce titre conviennent d'utiliser le dernier cours vendeur de la bourse à laquelle le titre

¹¹ Se reporter au paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101.

¹² Pour l'application des RUIIM, unité de négociation standard s'entend :

- de 1 000 unités d'un titre négocié à un prix inférieur à 0,10 \$ l'unité,
- de 500 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 0,10 \$ l'unité mais inférieur à 1,00 \$ l'unité,
- de 100 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 1,00 \$ l'unité.



est coté. La disposition ainsi modifiée permettrait néanmoins d'assurer que tous les marchés suivent une pratique uniforme.

3.4.2 *Interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur »*

Selon l'alinéa 1.2(8) des RUIIM, aux fins d'établir le meilleur cours vendeur ou le meilleur cours acheteur à un moment donné, il y a lieu de se reporter aux ordres contenus dans un affichage consolidé du marché pour un marché qui est alors ouvert aux fins de négociation et à l'égard duquel la négociation d'un titre déterminé sur ce marché n'a pas été :

- soit interrompue, suspendue ou retardée à des fins réglementaires conformément au paragraphe 9.1;
- soit interrompue, suspendue ou retardée conformément à une règle du marché ou à une exigence du marché.

Par souci d'uniformité, le Projet de modification précise qu'il y a lieu de se reporter uniquement aux ordres sur un « marché protégé ».

3.4.3 *Clarification des pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché*

En vertu de la RPO, chaque marché a l'obligation d'empêcher sur celui-ci les transactions hors cours. Lorsqu'un participant désigne un ordre comme « ordre à traitement imposé », l'obligation du marché d'empêcher les transactions hors cours est reportée sur le participant qui a saisi l'ordre. Le Projet de modification du paragraphe 10.9 précise qu'un responsable de l'intégrité du marché a le pouvoir d'exiger qu'un participant respecte tout ordre en attente faisant partie du volume déclaré qui a fait l'objet d'une transaction hors cours lorsque le participant a saisi un « ordre à traitement imposé » sur un marché et qu'il ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 de la RPO pour empêcher une transaction hors cours.

3.4.4 *Précisions concernant l'exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle*

À l'heure actuelle, l'article 2 de la Politique 2.1 expose la marche à suivre pour exécuter une transaction organisée au préalable ou une



application intentionnelle en tant que « transaction désignée »¹³. L'exemple de la façon dont une transaction désignée serait traitée se fonde sur l'hypothèse que tous les marchés transparents sont des « marchés protégés ». Compte tenu de la modification de la définition de « marché protégé », il serait possible qu'une transaction désignée soit exécutée sur un marché transparent sur lequel les ordres ne sont pas « protégés » pour l'application de la RPO. Par conséquent, l'exemple fourni dans l'article 2 de la Politique 2.1 est modifié de façon à s'appliquer peu importe que la transaction désignée soit exécutée sur un « marché protégé » ou sur tout autre marché qui affiche les renseignements sur les ordres dans un affichage consolidé du marché.

4. Résumé des effets du Projet de modification

Les effets les plus importants de l'adoption du Projet de modification seraient les suivants :

- permettre au participant ou à la personne ayant droit d'accès de tenir compte uniquement des ordres affichés sur des marchés protégés pour déterminer si une exigence des RUIM qui renvoie au « meilleur cours vendeur », au « meilleur cours acheteur » ou au « meilleur cours » a été respectée¹⁴, sauf dans trois situations précises liées à la meilleure exécution, à la priorité aux clients et à l'exécution d'ordres clients pour compte propre¹⁵;

¹³ Dans le cadre du projet de consolidation des règles de l'OCRCVM, le paragraphe 2.1 et la Politique 2.1 des RUIM seraient abrogés et remplacés par une nouvelle Règle consolidée 1400 qui intégrerait l'actuel article 1 de la Règle 29 des courtiers membres. Par suite de ce projet de modification, un nouveau paragraphe 2.1 des RUIM, intitulé « Activités de négociation inacceptables », serait ajouté, lequel, pour l'essentiel, reprendrait sous forme de règle les exemples particuliers d'activités inacceptables décrits dans les politiques. Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 13-0275 - Avis sur les règles - Appel à commentaires - Règles des courtiers membres et RUIM - *Republication du Projet de consolidation des règles de mise en application, de procédures, d'examen et d'autorisation de l'OCRCVM* (14 novembre 2013). Étant donné que les parties de l'actuel article 2 de la Politique 2.1 qui seraient modifiées aux termes du Projet de modification s'apparentent davantage à des orientations, ces dispositions n'ont pas été incluses dans le projet de paragraphe 2.1 présenté dans l'Avis de l'OCRCVM 13-0275; par conséquent, il ne sera pas nécessaire de modifier davantage ce projet de paragraphe pour tenir compte des modifications apportées à la RPO.

¹⁴ Par exemple, les exigences relatives à l'amélioration du cours imposées par les règles sur la diffusion des ordres clients et la négociation des ordres invisibles ne se fonderont plus sur le meilleur cours acheteur ou vendeur provenant de chaque marché visible, mais uniquement sur les cours établis d'après les ordres affichés sur les marchés protégés.

¹⁵ Se reporter en particulier :

- à la sous-rubrique 2.3 du présent avis concernant le paragraphe 5.1 des RUIM, qui traite de l'obligation de meilleure exécution;
- à la sous-rubrique 3.2 du présent avis concernant le paragraphe 5.3 des RUIM, qui traite de la priorité aux clients;



- obliger un participant à examiner, dans ses politiques et procédures visant la meilleure exécution d'un ordre client, si un marché visible qui n'est pas un « marché protégé » a démontré qu'il disposera fort probablement de liquidités à l'égard d'un titre donné compte tenu de la taille de l'ordre client;
- préciser qu'un responsable de l'intégrité du marché a le pouvoir d'exiger qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès respecte tout ordre faisant partie du volume déclaré sur un marché protégé si le participant ou la personne ayant droit d'accès a procédé à une transaction hors cours en contravention de l'article 6.4 des règles de négociation des ACVM.

Le Projet de modification ne modifie pas l'obligation de meilleure exécution qui incombe à un participant en vertu du paragraphe 5.1 des RUIIM. La question de savoir si un marché est « protégé » aux fins de la RPO est distincte de celle de savoir si, selon un participant, un marché doit être pris en compte aux fins de l'obtention de la meilleure exécution des ordres clients conformément au paragraphe 5.1 des RUIIM. (Se reporter à la sous-rubrique 2.3, *Projet de modification futur lié à la meilleure exécution.*)

Le Projet de modification ne modifie pas non plus l'obligation de diffusion de certains ordres clients qui incombe à un participant en vertu du paragraphe 6.3 des RUIIM. Selon ce paragraphe, un participant saisit immédiatement aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 de la Norme sur le fonctionnement du marché un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre coté. Si le Projet de modification est approuvé, les ordres pourront continuer d'être saisis sur tout marché qui affiche les ordres, que celui-ci répondent ou non à la définition de « marché protégé ».

5. Incidences technologiques et plan de mise en œuvre

5.1 Incidences technologiques

De façon générale, si le Projet de modification est adopté, un participant ou une personne ayant droit d'accès pourra modifier ses systèmes, y compris ses systèmes automatisés de production d'ordres, pour tenir compte uniquement des ordres affichés sur des marchés

-
- à la sous-rubrique 3.3 du présent avis concernant le paragraphe 8.1 des RUIIM, qui traite de l'exécution d'ordres clients pour compte propre.



protégés. Cependant, selon l'activité du participant et la liquidité disponible à l'égard de titres donnés sur un marché qui ne répond pas à la définition de « marché protégé » du fait que sa part de marché ne respecte pas le seuil fixé par les ACVM, un participant pourrait déterminer qu'il doit continuer de tenir compte des ordres affichés sur ce marché non protégé pour s'acquitter de ses obligations de meilleure exécution. De plus, si un participant exécute un ordre client contre un ordre propre ou un ordre non-client, il doit tenir compte du cours et de la taille des ordres affichés sur les marchés autres que les marchés protégés, s'il dispose d'une telle information ou s'il la connaît, pour déterminer si le client obtient le « meilleur cours disponible ».

L'OCRCVM devra également modifier ses systèmes de surveillance pour limiter la définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur » aux ordres affichés sur un marché protégé.

5.2 Plan de mise en œuvre

Si les autorités de reconnaissance approuvent le Projet de modification, l'OCRCVM prévoit que les modifications prendront effet à la date à laquelle les modifications des règles de négociation des ACVM qui ont trait à la RPO et à la meilleure exécution prendront effet. Si les autorités de reconnaissance approuvent le Projet de modification, l'OCRCVM publiera un Avis de l'OCRCVM confirmant l'approbation des modifications apportées aux RUM. Le délai séparant la date de publication de l'avis et la date de prise d'effet des modifications pourrait être supérieur ou inférieur au délai habituel de 180 jours.



Annexe A - Dispositions proposées concernant la Règle sur la protection des ordres

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées comme suit :

1. Les modifications qui suivent sont apportées au paragraphe 1.1 :

- (a) à la définition « meilleur cours vendeur », le mot « protégé » est ajouté après la première occurrence du mot « marché » ;
- (b) à la définition « meilleur cours acheteur », le mot « protégé » est ajouté après la première occurrence du mot « marché » ;
- (c) la définition « ordre de contournement » est supprimée et remplacée par la définition suivante :

ordre de contournement s'entend d'un ordre qui :

- (a) soit fait partie d'une transaction désignée;
- b) soit vise à respecter une obligation d'exécuter un ordre qu'une disposition des RUIM ou une Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès

et qui est saisi :

- c) soit sur un marché protégé aux fins d'exécution contre le volume déclaré sur ce marché avant l'exécution ou l'annulation du reste de l'ordre;
 - d) soit sur un marché autre qu'un marché protégé mais qui affiche immédiatement les ordres sur un affichage consolidé du marché aux fins d'exécution contre les ordres qui sont affichés sur ce marché et qui auraient fait partie du volume déclaré si ce marché avait été un marché protégé.
- d) la définition « marché protégé » est modifiée par l'ajout du texte suivant sous forme d'alinéa e) :
- e) aux fins des règles de négociation :



- i) soit respecte le seuil établi pour l'application des définitions « offre d'achat protégé » et « offre de vente protégé »,
 - ii) soit, dans le cas d'une bourse qui ne respecte pas ce seuil, ne le respecte pas que pour les ordres visant les titres cotés à cette bourse.
2. Les modifications qui suivent sont apportées au paragraphe 1.2 :
- (a) Le texte « sauf si tous les marchés admissibles à la négociation de ce titre conviennent d'utiliser le dernier cours vendeur de la bourse à laquelle le titre est coté ou du SCDO sur lequel le titre est inscrit » est inséré à la fin de l'alinéa (5);
 - (b) à l'alinéa (8), les mots « un marché » sont supprimés et remplacés par les mots « un marché protégé ».
3. Le sous-alinéa g) de l'alinéa (1) du paragraphe 10.9 est supprimé et remplacé par le texte suivant :
- g) exiger que le participant ou la personne ayant droit d'accès respecte tout ordre faisant partie du volume déclaré si la transaction du participant ou de la personne ayant droit d'accès ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 des règles de négociation.

Les Politiques des Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées comme suit :

1. La modification apportée à l'article 2 de la Politique 2.1 consiste à supprimer les deux dernières puces et à les remplacer par les suivantes :
 - les ordres à meilleur cours affichés sur le marché sur lequel est saisie la transaction sont comblés avant l'exécution de la transaction désignée;



- le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit les ordres sur chaque marché protégé, lesquels sont assortis d'un volume suffisant et d'un cours permettant de combler les ordres inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé simultanément à l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement après celle-ci.

(b) La Politique 5.3 est modifiée comme suit :

(a) à l'article 2, la puce suivante est ajoutée après la deuxième puce :

- la saisie d'un ordre client sur un marché qui n'est pas un marché protégé mais qui affiche les ordres conformément à la Partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché (plutôt que suivant les directives du client) et la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client sur un marché protégé;

(b) Le mot « protégé » est ajouté après le mot « marché » dans le deuxième paragraphe de l'article 4.

3. L'article 3 de la Politique 8.1 est modifié par l'ajout du troisième paragraphe suivant :

Lorsqu'il établit le « meilleur cours disponible », le participant devrait tenir compte des cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information ou s'il la connaît. Cependant, un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1, s'il exécute un ordre propre ou un ordre non-client contre un ordre client à un meilleur cours qui se révèle inférieur au cours qui aurait été à la disposition du client sur un marché affiché qui n'est pas un marché protégé et qu'il exécute ensuite un ordre, en totalité ou en partie, contre l'ordre affiché sur le marché qui n'est pas un marché protégé.



Annexe B - Libellé des RUIIM reproduisant le Projet de modification concernant la Règle sur la protection des ordres

Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours vendeur Le cours le moins élevé d'un ordre sur un marché protégé, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant la vente d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au cours de clôture, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours vendeur Le cours le moins élevé d'un ordre sur un marché <u>protégé</u>, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant la vente d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au cours de clôture, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>
<p>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours acheteur Le cours le plus élevé d'un ordre sur un marché protégé, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant l'achat d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au cours de clôture, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours acheteur Le cours le plus élevé d'un ordre sur un marché <u>protégé</u>, tel qu'il est indiqué dans un affichage consolidé du marché, visant l'achat d'un titre donné, exclusion faite du cours d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre au cours de clôture, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au premier cours, d'un ordre assorti de conditions particulières ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>
<p>1.1 Définitions</p> <p>ordre de contournement s'entend d'un ordre qui :</p> <p>(a) soit fait partie d'une transaction désignée</p> <p>(b) soit vise à respecter une obligation d'exécuter un ordre qu'une disposition des RUIIM ou une Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès</p> <p>et qui est saisi :</p> <p>(c) soit sur un marché protégé aux fins d'exécution contre le volume déclaré sur ce marché avant l'exécution ou l'annulation du reste de l'ordre;</p> <p>(d) soit sur un marché autre qu'un marché protégé mais qui affiche immédiatement les ordres sur un affichage consolidé du marché aux fins d'exécution contre les ordres qui sont affichés sur ce marché et qui auraient fait partie du volume déclaré si ce marché avait été un marché protégé.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>ordre de contournement s'entend d'un ordre <u>qui</u> :</p> <p>(a) <u>qu</u>is<u>oit</u> fait partie d'une transaction désignée</p> <p>(b) en vue de<u>soit</u> <u>vis</u>e à respecter une obligation d'exécuter un ordre <u>qu</u>e toute<u>gu'</u>une disposition des RUIIM ou toute<u>gu'</u>une Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès</p> <p>et qui est saisi <u>:</u></p> <p><u>(c)</u> <u>soit</u> sur un marché protégé aux fins d'uneexécution contre le volume déclaré sur ce marché avant l'exécution ou l'annulation du reste de l'ordre;</p> <p><u>(d)</u> <u>soit</u> sur un <u>m</u>arché <u>autre qu'un</u> <u>m</u>arché <u>protégé</u> <u>mais qui affiche immédiatement les ordres sur un affichage consolidé du marché aux fins d'exécution contre les ordres qui sont affichés sur ce marché et qui auraient fait partie du volume déclaré si ce marché avait été un marché protégé.</u></p>
<p>1.1 Définitions</p> <p>marché protégé s'entend d'un marché qui :</p> <p>(a) diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique à</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>marché protégé s'entend d'un marché qui :</p> <p>(a) diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique à</p>



Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>l'agence de traitement de l'information ou à un ou plusieurs fournisseurs d'information conformément à la Norme sur le fonctionnement du marché;</p> <p>(b) autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;</p> <p>(c) assure une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée;</p> <p>(d) assure un appariement des ordres et l'exécution des transactions pleinement automatisés;</p> <p>(e) aux fins des règles de négociation :</p> <p>(i) soit respecte le seuil établi pour l'application des définitions « offre d'achat protégé » et « offre de vente protégée »,</p> <p>(ii) soit, dans le cas d'une bourse qui ne respecte pas ce seuil, ne le respecte pas que pour les ordres visant les titres cotés à cette bourse, autres qu'un titre coté sur une autre bourse qui respecte le seuil.</p>	<p>l'agence de traitement de l'information ou à un ou plusieurs fournisseurs d'information conformément à la Norme sur le fonctionnement du marché;</p> <p>(b) autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;</p> <p>(c) assure une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée;</p> <p>(d) assure un appariement des ordres et l'exécution des transactions pleinement automatisés;</p> <p><u>(e) aux fins des règles de négociation :</u></p> <p><u>(i) soit respecte le seuil établi pour l'application des définitions « offre d'achat protégé » et « offre de vente protégée »,</u></p> <p><u>(ii) soit, dans le cas d'une bourse qui ne respecte pas ce seuil, ne le respecte pas que pour les ordres visant les titres cotés à cette bourse.</u></p>
<p>1.2 Interprétation</p> <p>(5) Dans le cadre de l'établissement du cours auquel un titre est négocié pour l'application de la définition de l'expression <i>unité de négociation standard</i>, le cours est le dernier cours vendeur du titre donné le jour de bourse précédent, sauf si tous les marchés admissibles à la négociation de ce titre conviennent d'utiliser le dernier cours vendeur de la bourse à laquelle le titre est coté ou du SCDO sur lequel le titre est inscrit.</p>	<p>1.2 Interprétation</p> <p>(5) Dans le cadre de l'établissement du cours auquel un titre est négocié pour l'application de la définition de l'expression <i>unité de négociation standard</i>, le cours est le dernier cours vendeur du titre donné le jour de bourse précédent, <u>sauf si tous les marchés admissibles à la négociation de ce titre conviennent d'utiliser le dernier cours vendeur de la bourse à laquelle le titre est coté ou du SCDO sur lequel le titre est inscrit.</u></p>
<p>1.2 Interprétation</p> <p>(8) Aux fins d'établir le meilleur cours vendeur ou le meilleur cours acheteur à un moment donné, il y a lieu de se reporter aux ordres contenus dans un affichage consolidé du marché pour un marché protégé qui est alors ouvert aux fins de négociation et à l'égard duquel la négociation d'un titre déterminé sur ce marché n'a pas été :</p> <p>(a) soit interrompue, suspendue ou retardée à des fins réglementaires conformément au paragraphe 9.1;</p> <p>(b) soit interrompue, suspendue ou retardée conformément à une règle du marché ou à une exigence du marché.</p>	<p>1.2 Interprétation</p> <p>(8) Aux fins d'établir le meilleur cours vendeur ou le meilleur cours acheteur à un moment donné, il y a lieu de se reporter aux ordres contenus dans un affichage consolidé du marché pour un marché <u>protégé</u> qui est alors ouvert aux fins de négociation et à l'égard duquel la négociation d'un titre déterminé sur ce marché n'a pas été:</p> <p>(a) soit interrompue, suspendue ou retardée à des fins réglementaires conformément au paragraphe 9.1;</p> <p>(b) soit interrompue, suspendue ou retardée conformément à une règle du marché ou à une exigence du marché.</p>



Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>10.9 Pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché</p> <p>(1) Dans le cadre de l'administration des négociations des titres sur le marché, un responsable de l'intégrité du marché peut :</p> <p>...</p> <p>(g) exiger que le participant ou la personne ayant droit d'accès respecte tout ordre faisant partie du volume déclaré si la transaction du participant ou de la personne ayant droit d'accès ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 des règles de négociation;</p> <p>...</p>	<p>10.9 Pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché</p> <p>(1) Dans le cadre de l'administration des négociations des titres sur le marché, un responsable de l'intégrité du marché peut:</p> <p>...</p> <p>(g) exiger que le participant <u>ou la personne ayant droit d'accès</u> respecte <u>le meilleur cours acheteur ou vendeur à hauteur du volume déclaré si la transaction ne respecte pas les exigences de l'article 5</u> <u>tout ordre faisant partie du volume déclaré si la transaction du participant ou de la personne ayant droit d'accès ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 des règles de négociation;</u></p> <p>...</p>



Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>Politique 2.1 - Principes d'équité</p> <p>Article 2 - Exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle</p> <p>...</p> <p>Si le cours auquel la transaction organisée au préalable ou l'application intentionnelle doit être réalisée :</p> <ul style="list-style-type: none"> • n'est pas inférieur au moindre des deux montants suivants, soit 95 % du meilleur cours acheteur soit le meilleur cours acheteur déduction faite de 10 échelons de cotation; • n'est pas supérieur au plus élevé des deux montants suivants, soit 105 % du meilleur cours vendeur soit le meilleur cours vendeur majoré de 10 échelons de cotation, <p>les ordres seront réputés faire partie d'une transaction désignée et, au moment de leur saisie, ils peuvent être désignés comme ordre de contournement. En tant que transaction désignée, la transaction peut être exécutée sur un marché si les conditions suivantes sont réunies :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les ordres à meilleur cours affichés sur le marché sur lequel est saisie la transaction désignée sont comblés avant l'exécution de la transaction désignée; • le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit les ordres sur chaque marché protégé, lesquels sont assortis d'un volume suffisant et d'un cours permettant de combler les ordres inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé simultanément à l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement après celle-ci. <p>...</p>	<p>Politique 2.1 - Principes d'équité</p> <p>Article 2 - Exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle</p> <p>...</p> <p>Si le cours auquel la transaction organisée au préalable ou l'application intentionnelle doit être réalisée :</p> <ul style="list-style-type: none"> • n'est pas inférieur au moindre des deux montants suivants, soit 95 % du meilleur cours acheteur soit le meilleur cours acheteur déduction faite de 10 échelons de cotation; • n'est pas supérieur au plus élevé des deux montants suivants, soit 105 % du meilleur cours vendeur soit le meilleur cours vendeur majoré de 10 échelons de cotation, <p>les ordres seront réputés faire partie d'une transaction désignée et, au moment de leur saisie, ils peuvent être désignés comme ordre de contournement. En tant que transaction désignée, la transaction peut être exécutée sur un marché si les conditions suivantes sont réunies:</p> <ul style="list-style-type: none"> • les ordres inclus dans le volume déclaré à <u>meilleur cours affichés</u> sur le marché sur lequel est saisie la transaction désignée sont comblés avant l'exécution de la transaction désignée; • sous réserve de toute condition d'exécution au meilleur cours conformément à l'article 1 de la Politique 5.2, <u>le participant ou la personne ayant droit d'accès</u> saisit les ordres sur chaque marché protégé, lesquels sont assortis d'un volume suffisant et d'un cours permettant de combler les ordres inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé simultanément à l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement à la suite de celle-ci. <p>...</p>
<p>Politique 5.3 - Priorité aux clients</p> <p>Article 2 - Interdiction de la négociation intentionnelle en avance sur le marché</p> <p>Un participant ne peut jamais réaliser intentionnellement une transaction avant un ordre client au mieux ou un ordre à cours limité négociable reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client, sauf conformément à une dispense des exigences de l'alinéa (1) du paragraphe 5.3, au nombre desquelles dispenses</p>	<p>Politique 5.3 - Priorité aux clients</p> <p>Article 2 - Interdiction de la négociation intentionnelle en avance sur le marché</p> <p>Un participant ne peut jamais réaliser intentionnellement une transaction avant un ordre client au mieux ou un ordre à cours limité négociable reçu avant la saisie de l'ordre propre ou de l'ordre non-client, sauf conformément à une dispense des exigences de l'alinéa (1) du paragraphe 5.3, au nombre desquelles dispenses</p>



Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>figure l'obtention du consentement exprès du client. La liste suivante énumère des exemples non exhaustifs de transactions intentionnelles :</p> <p>...</p> <ul style="list-style-type: none"> la saisie d'un ordre client sur un marché qui n'est pas un marché protégé mais qui affiche les ordres conformément à la Partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché (plutôt que suivant les directives du client) et la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client sur un marché protégé; <p>...</p>	<p>figure l'obtention du consentement exprès du client. La liste suivante énumère des exemples non exhaustifs de transactions intentionnelles :</p> <p>...</p> <ul style="list-style-type: none"> <u>la saisie d'un ordre client sur un marché qui n'est pas un marché protégé mais qui affiche les ordres conformément à la Partie 7 de la Norme sur le fonctionnement du marché (plutôt que suivant les directives du client) et la saisie d'un ordre propre ou d'un ordre non-client sur un marché protégé;</u> <p>...</p>
<p>Politique 8.1 - Exécution d'ordres clients pour compte propre</p> <p>Article 3 - Facteurs à examiner afin d'établir le « meilleur cours disponible »</p> <p>Le cours de l'opération pour compte propre doit également se justifier selon la conjoncture du marché. Les participants devraient tenir compte notamment des facteurs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes; la tendance du marché pour la négociation du titre; le volume affiché de cours acheteur et de cours vendeur; l'importance de l'écart entre les cours; la liquidité du titre. <p>Par exemple, si le cours acheteur est de 10 \$ et le cours vendeur de 10,50 \$ et qu'un client veut vendre 1 000 actions, il est inacceptable pour un participant d'effectuer une transaction pour compte propre à 10,05 \$ si le titre se négocie à grand volume à 10,50 \$ et qu'il existe de nombreuses offres d'achat à 10 \$ par rapport au nombre de titres offerts à 10,50 \$. L'état du marché semble indiquer que le client devrait pouvoir vendre à un meilleur prix que 10,05 \$. Par conséquent, le participant, en sa qualité de mandataire du client, devrait afficher une offre à 10,45 \$, voire à 10,50 \$, selon les circonstances. Il faut toujours tenir compte du désir du client, qui souhaite faire exécuter son ordre rapidement.</p> <p>Lorsqu'il établit le « meilleur cours disponible », le participant devrait tenir compte des cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information ou s'il la connaît. Cependant, un participant sera réputé ne</p>	<p>Politique 8.1 - Exécution d'ordres clients pour compte propre</p> <p>Article 3 - Facteurs à examiner afin d'établir le « meilleur cours disponible »</p> <p>Le cours de l'opération pour compte propre doit également se justifier selon la conjoncture du marché. Les participants devraient tenir compte notamment des facteurs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> le prix et le volume de la dernière vente et des transactions précédentes; la tendance du marché pour la négociation du titre; le volume affiché de cours acheteur et de cours vendeur; l'importance de l'écart entre les cours; la liquidité du titre. <p>Par exemple, si le cours acheteur est de 10 \$ et le cours vendeur de 10,50 \$ et qu'un client veut vendre 1 000 actions, il est inacceptable pour un participant d'effectuer une transaction pour compte propre à 10,05 \$ si le titre se négocie à grand volume à 10,50 \$ et qu'il existe de nombreuses offres d'achat à 10 \$ par rapport au nombre de titres offerts à 10,50 \$. L'état du marché semble indiquer que le client devrait pouvoir vendre à un meilleur prix que 10,05 \$. Par conséquent, le participant, en sa qualité de mandataire du client, devrait afficher une offre à 10,45 \$, voire à 10,50 \$, selon les circonstances. Il faut toujours tenir compte du désir du client, qui souhaite faire exécuter son ordre rapidement.</p> <p><u>Lorsqu'il établit le « meilleur cours disponible », le participant devrait tenir compte des cours et du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information ou s'il la connaît. Cependant, un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1, s'il exécute</u></p>



Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p>pas avoir respecté le paragraphe 8.1, s'il exécute un ordre propre ou un ordre non-client contre un ordre client à un meilleur cours qui se révèle inférieur au cours qui aurait été à la disposition du client sur un marché affiché qui n'est pas un marché protégé et qu'il exécute ensuite un ordre, en totalité ou en partie, contre l'ordre affiché sur le marché qui n'est pas un marché protégé.</p> <p>Bien entendu, si un client consent expressément et en toute connaissance de cause à une transaction pour compte propre, il est raisonnable de suivre ses directives.</p>	<p><u>un ordre propre ou un ordre non-client contre un ordre client à un meilleur cours qui se révèle inférieur au cours qui aurait été à la disposition du client sur un marché affiché qui n'est pas un marché protégé et qu'il exécute ensuite un ordre, en totalité ou en partie, contre l'ordre affiché sur le marché qui n'est pas un marché protégé.</u></p> <p>Bien entendu, si un client consent expressément et en toute connaissance de cause à une transaction pour compte propre, il est raisonnable de suivre ses directives.</p>

7.3.2 Publication



AVIS DE CONFORMITÉ

EN VERTU DE L'ARTICLE 22 DE LA LOI SUR LES INSTRUMENTS DÉRIVÉS

**MODIFICATIONS AUX
PROCÉDURES RELATIVES À L'EXÉCUTION D'OPÉRATIONS DE BASE SANS
RISQUE SUR LES CONTRATS À TERME SUR INDICES S&P/TSX ET SUR LES
CONTRATS À TERME SUR LES ACTIONS CANADIENNES
ET AUX
PROCÉDURES RELIÉES À L'EXÉCUTION ET À LA DÉCLARATION
D'OPÉRATIONS D'ÉCHANGES PHYSIQUES POUR CONTRATS, D'ÉCHANGES
D'INSTRUMENTS DÉRIVÉS HORS BOURSE POUR CONTRATS ET DE
SUBSTITUTIONS D'INSTRUMENTS DÉRIVÉS HORS BOURSE PAR DES
CONTRATS À TERME**

**MODIFICATIONS AU FORMULAIRE DE DÉCLARATION PRESCRIT POUR LES
OPÉRATIONS AVEC TERMES SPÉCIAUX**

Le soussigné confirme que les modifications et, s'il y a lieu, les ajouts et les abrogations aux Règles, Politiques et procédures de Bourse de Montréal Inc. ont été apportés conformément à la *Loi sur les instruments dérivés* (L.R.Q., chapitre I-14.01).

FAIT à MONTRÉAL le 16 mai 20 14 .

(s) *Brian Z. Gelfand*

Brian Z. Gelfand
Vice-président et chef de la réglementation

7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.