

# 7.2

## Réglementation de l'Autorité

---

---

## 7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

### 7.2.1. Consultation

#### **Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation : application du régime de protection des ordres aux marchés imposant des délais systématiques dans le traitement des ordres**

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- *Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation.*

#### **Consultation**

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **17 août 2015**, en s'adressant à :

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

#### **Renseignements additionnels**

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

Serge Boisvert  
Analyste 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](mailto: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](mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca)

**Le 18 juin 2015**



Canadian Securities  
Administrators

Autorités canadiennes  
en valeurs mobilières

## Avis de consultation des ACVM

### Projet de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* : application du régime de protection des ordres aux marchés imposant des délais systématiques dans le traitement des ordres

Le 12 juin 2015

#### Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation un projet de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 »).

Le texte du projet de modification est publié avec le présent avis et peut également être consulté sur le site Web des territoires membres des ACVM, notamment :

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.fcaa.gov.sk.ca  
www.msc.gov.mb.ca

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

#### Contexte

Le présent avis vise à solliciter des commentaires sur le projet de modification (le « projet de modification ») de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (l'« Instruction générale 23-101 »), qui propose une interprétation de l'application du régime de protection des ordres (RPO) au marché imposant des délais systématiques (y compris un marché ou un mécanisme qu'il exploite) dans le traitement des ordres qu'il a reçus. Si le marché exploite plus d'un marché ou mécanisme et impose un délai (ou « ralentisseur ») dans le traitement des ordres saisis sur certains d'entre eux seulement, le projet de modification ne s'appliquerait qu'à celui sur lequel est imposé le délai.

Le projet de modification fait suite au projet des ACVM sur le RPO publié le 15 mai 2014<sup>1</sup> (le « projet de 2014 »), pour lequel les commentaires sur l'approche basée sur le seuil de part de

<sup>1</sup> Publié au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilieres/sept-2014/2014mai15-23-101-cons-publ-fr.pdf>.

marché et sur son incidence éventuelle se sont faits nombreux. Nous en avons tenu compte dans notre analyse des délais dans le traitement des ordres et de l'incidence des marchés figés et croisés dans un contexte où sont présents deux types de marchés : ceux qui affichent des ordres protégés et ceux qui affichent des ordres non protégés. Les commentaires nous ont par ailleurs poussés à réévaluer toutes les solutions possibles et notre approche sur le seuil de part de marché et les autres éléments du projet de 2014. En revanche, en raison de l'évolution de la situation sur le plan commercial et de son incidence sur le marché en général, nous croyons essentiel de nous pencher sur l'imposition de délais dans le traitement des ordres et leur interaction avec le RPO. Nous publions donc le projet de modification pour une période de consultation de 60 jours.

Advenant l'adoption du projet de modification, nous recommanderions la mise en œuvre d'une modification jugée nécessaire à l'article 6.5 du Règlement 23-101 concernant les marchés figés et croisés telle qu'elle a été publiée dans la foulée du projet de 2014. Se reporter à la partie « Marchés figés et croisés » ci-après.

Nous reconnaissons qu'à la mise en œuvre des modifications aux politiques de négociation d'Alpha Exchange<sup>2</sup> et avant que soit finalisée la modification à l'article 6.5 du Règlement 23-101 mentionnée ci-dessus, Alpha affichera des ordres qui ne seront pas considérés comme des ordres protégés pour l'application du RPO en raison des conditions imposées par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Cette dernière ne considérera donc pas les ordres saisis sur d'autres marchés qui figent ou croisent des ordres affichés sur Alpha comme « intentionnels »<sup>3</sup>.

## **Objet**

Le projet de modification s'attache à l'introduction de délais dans le traitement des ordres par les marchés, et à leur incidence sur l'application du RPO.

## **Résumé du projet de modification**

Les modifications proposées à l'Instruction générale 23-101 introduiraient des indications relatives au RPO à la partie 1.1 exposant qu'à notre avis, aucun ordre saisi sur un marché imposant un délai systématique dans le traitement des ordres ne serait considéré comme un « ordre protégé ».

## **Date limite**

Veillez présenter vos commentaires par écrit sur le projet de modification au plus tard le 17 août 2015. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

<sup>2</sup> Le 16 avril dernier, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a approuvé des modifications aux politiques de négociation d'Alpha Exchange Inc., sous réserve de certaines conditions. On trouvera plus de détails au [http://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces\\_alpha-exchange\\_20150421\\_noa-proposed-changes.htm](http://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces_alpha-exchange_20150421_noa-proposed-changes.htm).

<sup>3</sup> Conformément à l'article 6.5 du Règlement 23-101, il est interdit de figer ou de croiser intentionnellement un ordre protégé.

### **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<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
 Secrétaire de l'Autorité  
 Autorité des marchés financiers  
 800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
 C.P. 246, tour de la Bourse  
 Montréal (Québec) H4Z 1G3  
 Télécopieur : 514 864-6381  
[consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

The Secretary  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 20 Queen Street West  
 22nd Floor  
 Toronto (Ontario) M5H 3S8  
 Télécopieur : 416 593-2318  
[comments@osc.gov.on.ca](mailto: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](http://www.lautorite.qc.ca) et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

### Questions

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

Serge Boisvert Analyste 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
Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416 593-8136	Michael Brady Legal Counsel British Columbia Securities Commission 604 899-6561
Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission 403 297-4281	

## ANNEXE A

### CONTEXTE ET DESCRIPTION DU PROJET DE MODIFICATION

#### I. CONTEXTE

##### a) *RPO*

Le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») prévoit le RPO, soit une obligation qui garantit 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 qu'ils ne sont pas contournés. Il s'agit d'une obligation envers l'ensemble du marché à laquelle il n'est pas possible de déroger. Le RPO vise à favoriser l'intégrité du marché et 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.

Le RPO a été finalisé en novembre 2009 puis mis en œuvre en février 2011. Auparavant, les obligations relatives aux transactions hors cours incombaient aux courtiers; le RPO fait désormais porter la charge de la conformité sur les marchés. Cependant, il donne aux participants au marché la possibilité d'assumer les obligations prévues par le règlement et la plupart d'entre eux choisissent de le faire en recourant aux ordres à traitement imposé.

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, sous réserve de certaines exceptions<sup>4</sup>.

##### b) *Ordres immédiatement exécutables*

L'examen des principes qui sous-tendent le règlement nous permet de voir que le RPO vise à s'appliquer au marché qui offre l'exécution immédiate et automatique d'un ordre contre le volume affiché. L'expression « transaction hors cours » renvoie à un ordre affiché sur un marché qui fournit la fonctionnalité automatisée, laquelle est définie, dans le règlement, comme la capacité d'exécuter « immédiatement » des ordres contre le volume affiché. L'expression « immédiatement » n'a jamais été définie et nous croyons toujours que cela est approprié compte tenu de la rapidité à laquelle la technologie évolue. Cependant, eu égard à l'application du RPO, nous nous attendons à ce que l'exécution contre les ordres affichés soit immédiate, sous réserve du temps d'attente normal du marché ou du réseau découlant des différences dans la technologie ou l'emplacement géographique des systèmes du marché.

##### c) *L'introduction de « ralentisseurs »*

Dernièrement, les marchés ont proposé et sont en train d'introduire une fonctionnalité destinée à retarder la saisie d'ordres dans le moteur de négociation, ce qui a comme conséquence d'empêcher pendant un certain temps l'exécution des ordres soumis contre le volume affiché. Si

<sup>4</sup> Par exemple, des exceptions s'appliquent pour les cotations oscillantes, les problèmes éprouvés par les systèmes du marché et les ordres à cours calculé.

l'exécution des ordres est retardée par ces « ralentisseurs », les ordres qui apportent de la liquidité peuvent tout de même être exécutés, modifiés ou annulés. Cette situation soulève des questions, à savoir si le marché qui impose un délai dans le traitement des ordres fournit une fonctionnalité automatisée, et dans la négative, si les ordres affichés sur un tel marché devraient bénéficier du RPO. Il convient également de se demander si, aux fins de conformité au RPO, il est raisonnable de s'attendre à ce qu'un participant au marché achemine un ordre pour exécution contre un ordre doté d'un meilleur cours affiché sur un marché s'il y a un risque qu'il n'y ait plus de liquidité en raison de la latence volontairement introduite (et peu importe son importance). Nous avons reçu de nombreux commentaires semblables durant la consultation sur les propositions de ces marchés.

À notre avis, sur le plan de la conformité au RPO, il est déraisonnable d'obliger un participant au marché à acheminer des ordres à un marché qui introduit systématiquement dans sa fonctionnalité des délais dans le traitement des ordres. Ce « ralentisseur » et le retard possible dans l'exécution pourraient nuire à la qualité et aux taux d'exécution si les ordres qui apportent de la liquidité disparaissent alors que l'ordre acheminé aux fins d'exécution contre le volume affiché est retardé en raison du « ralentisseur ». Nous estimons qu'il incombe au courtier ou à son client de décider d'acheminer des ordres à ces marchés. Cette approche est en phase avec le principe sous-jacent au cadre relatif au RPO et ne constitue ni une approbation ni une critique de la négociation à faible latence ou des retards systématiques dans le traitement des ordres.

En fonction du type d'ordre ou de la catégorie de participant au marché qui transmet l'ordre, il peut y avoir des cas où seuls certains ordres acheminés à un marché font l'objet d'un délai de traitement. Le cas échéant, certains ordres peuvent être immédiatement exécutés contre le volume affiché et d'autres pas. Ainsi, lorsque les ordres ayant pour effet de réduire la liquidité sont traités différemment par un marché (soit par l'introduction délibérée d'une latence pour certains ordres seulement), le fait d'appliquer le RPO de façon différente vient grandement complexifier la situation et rendre l'exécution incertaine. À notre avis, il n'est pas opportun d'introduire une part d'incertitude dans la notion d'« ordre protégé »; le marché qui introduit un délai dans le traitement des ordres n'est donc plus réputé fournir la fonctionnalité prévue par le RPO.

Nous tenons à souligner que les marchés pourraient proposer d'autres modèles qui introduiraient une nouvelle fonctionnalité ou une fonctionnalité différente, laquelle pourrait ne pas donner lieu à l'exécution « immédiate » d'un ordre contre le volume affiché. Nous évaluerons pour de telles propositions l'application du RPO dans le contexte de la définition de l'expression « fonctionnalité automatisée ».

## **II. DESCRIPTION DU PROJET DE MODIFICATION**

### ***a) Projet de modification relatif au RPO***

Comme il est indiqué ci-dessus, le RPO vise expressément à protéger les ordres affichés qui sont immédiatement exécutables. À notre avis, il ne devrait pas s'appliquer aux ordres qui ne répondent pas à ce critère.



Nous proposons donc que les indications relatives au RPO suivantes soient ajoutées à la partie 1.1 de l'Instruction générale 23-101, à titre d'article 1.1.2.1 :

« Pour l'application des articles 6.1 et 6.4, nous estimons qu'un marché ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée », au sens du règlement, s'il impose un délai systématique intentionnel dans le traitement des ordres, pour tous les ordres ou pour certains seulement, qui a pour effet d'empêcher l'exécution immédiate d'un ordre saisi contre le volume affiché. Par conséquent, aucun ordre saisi sur ce marché ne sera considéré comme un « ordre protégé ».

Si le marché exploite plus d'un marché ou mécanisme et qu'il impose un délai systématique intentionnel dans le traitement des ordres sur un ou plusieurs d'entre eux, seul le marché ou le mécanisme visé par le délai sera considéré comme ne fournissant pas la fonctionnalité automatisée.

Il est entendu qu'un délai dans le traitement d'un ordre imposé uniquement aux fins de conformité à la législation en valeurs mobilières n'est pas considéré comme un délai « systématique ». »

**Question 1 : À votre avis, le RPO devrait-il s'appliquer aux marchés qui imposent des délais dans le traitement des ordres? Dans l'affirmative, devrait-il s'appliquer à une partie ou à la totalité de ces marchés? Quels devraient être les facteurs à prendre en considération pour déterminer si le RPO doit s'appliquer à ce type de marchés?**

**Question 2 : Dans un contexte où les ordres affichés sur des marchés visibles ne sont pas tous protégés en vertu du RPO puisque des marchés imposent des délais dans le traitement des ordres, quelles sont, à votre avis, les incidences pour les marchés visibles protégés et non protégés ainsi que pour les opérations qui y sont effectuées<sup>5</sup>? Veuillez tenir compte des éléments suivants :**

- a) les différents participants au marché, y compris les investisseurs individuels et institutionnels, et les fournisseurs de liquidités;
- b) la liquidité sur les marchés visibles protégés et non protégés;
- c) la formation des cours;
- d) les difficultés et les modifications qui pourraient, selon vous, découler de la participation aux marchés visibles protégés et non protégés, y compris les coûts et les efforts;
- e) la transmission et l'utilisation de données consolidées.

**Question 3 : Un des objectifs clés du RPO consiste à reconnaître et à soutenir le rôle des investisseurs individuels dans le marché. Si le projet de modification est mis en œuvre,**

<sup>5</sup> Pour les besoins du présent avis, un marché « protégé » est un marché qui affiche des ordres protégés au sens du RPO, contrairement au marché « non protégé », qui n'affiche pas ce type d'ordre.

**selon vous, quels changements, le cas échéant, devront être apportés pour les courtiers traitant des flux d'ordres d'investisseurs individuels? À votre avis, quelles seront les conséquences, le cas échéant, pour les clients individuels?**

*b) Conséquences du projet de modification*

Cette interprétation fait en sorte que certains marchés afficheront des ordres qui ne seraient pas protégés contre les transactions hors cours en vertu du RPO. Ce constat fait naître des difficultés semblables à celles soulevées dans le projet de 2014 de même que dans les commentaires reçus en réponse à celui-ci, notamment :

- les répercussions sur les notions de « meilleur cours acheteur » et de « meilleur cours vendeur » en vertu des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM)
- les conséquences liées aux marchés figés et croisés<sup>6</sup>
- les obligations de meilleure exécution et de communication d'information
- les conséquences liées aux données consolidées

*i) Meilleur cours acheteur et meilleur cours vendeur*

Le 15 mai 2014, l'OCRCVM a publié pour consultation un projet de modification des RUIM<sup>7</sup> afin d'harmoniser ces dernières avec le projet de 2014 des ACVM; il modifierait, entre autres choses, la définition des expressions « meilleur cours acheteur » et « meilleur cours vendeur » afin qu'elles renvoient aux ordres affichés sur un « marché protégé »<sup>8</sup>. L'OCRCVM propose de nouveau ces modifications afin d'assurer une cohérence avec l'approche préconisée par les ACVM et de favoriser une certaine souplesse.

*ii) Marchés figés et croisés*

Compte tenu du fait que certains marchés afficheront des ordres qui ne seraient pas protégés et qui pourraient donc être contournés, nous jugeons nécessaire d'évaluer les répercussions des dispositions empêchant de figer ou de croiser intentionnellement les marchés. Comme nous l'indiquons dans le projet de 2014, nous sommes toujours d'avis que de telles dispositions sont appropriées pour renforcer la confiance des investisseurs et l'efficacité du marché. Cependant, si ces dispositions n'étaient pas modifiées, les participants au marché seraient forcés d'accéder aux marchés qui imposent des délais dans le traitement des ordres pour empêcher les marchés figés et croisés, bien qu'ils n'y soient pas tenus pour respecter le RPO.

Par conséquent, si le projet de modification est adopté, nous prévoyons aussi recommander la mise en œuvre de la modification à l'article 6.5 du Règlement 23-101 faisant partie du projet de 2014, qui aurait pour effet de limiter l'interdiction de figer ou de croiser intentionnellement les marchés avec des ordres protégés. Nous proposons que l'article se lise comme suit<sup>9</sup> :

<sup>6</sup> L'article 6.5 du Règlement 23-101 interdit la saisie intentionnelle d'un ordre qui aurait pour effet de figer ou de croiser un ordre protégé.

<sup>7</sup> Publié au [http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/3f942064-7077-4e57-963b-41ec79373cd0\\_fr.pdf](http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/3f942064-7077-4e57-963b-41ec79373cd0_fr.pdf).

<sup>8</sup> Au sens du Règlement 23-101.

<sup>9</sup> Se reporter au règlement de modification publié dans le cadre du projet de 2014.

### « 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. ».

Ce changement n'empêcherait pas les participants au marché de saisir sur des marchés affichant des ordres protégés des ordres qui figent ou croisent des ordres non protégés affichés sur d'autres marchés. Il en résulterait une augmentation des cas de marchés figés et croisés, mais nous estimons qu'il s'agit d'un équilibre raisonnable entre les objectifs réglementaires importants de l'interdiction et l'objectif d'atténuation des problèmes associés aux délais dans le traitement des ordres imposés par les marchés.

#### *iii) Meilleure exécution et marchés imposant des délais dans le traitement des ordres*

Pour ce qui est de la meilleure exécution liée aux ordres saisis sur les marchés imposant des délais dans le traitement des ordres, les courtiers devraient, pour établir leurs politiques et leurs procédures, examiner l'information provenant de tous les marchés appropriés (y compris ceux qui imposent des délais dans le traitement des ordres). Conformément aux obligations actuelles en matière de meilleure exécution, les courtiers devraient déterminer s'ils doivent accéder aux marchés visibles qui imposent un délai dans le traitement des ordres, et évaluer s'il est approprié de prendre des mesures pour le faire. Nous nous attendons à ce que les politiques et procédures des participants au marché décrivent la façon dont leur décision d'acheminer des ordres à ces marchés ou de les éviter est prise, et ces décisions devraient être revues avec attention de façon régulière. Pour le moment, cette question ne donnera lieu à aucun changement réglementaire.

#### *iv) Agence de traitement de l'information et données consolidées*

Nous sommes conscients que le projet de modification se traduirait par le fait que certains marchés afficheraient des ordres non protégés, ce qui nécessiterait un changement dans l'information diffusée par l'agence de traitement de l'information. Si le projet de modification est adopté, nous collaborerons avec cette dernière afin de veiller à ce qu'elle reproduise des listes pour les produits suivants : le Canadian Best Bid and Best Offer (CBBO), le Consolidated Depth of Book (CDB) et le Consolidated Last Sale (CLS). Une liste regrouperait tous les marchés affichant des ordres protégés et une autre, l'information sur tous ceux affichant des ordres, même ceux qui imposent des délais dans le traitement des ordres. Les participants au marché pourraient choisir d'utiliser l'une ou l'autre de ces listes mais ils devraient justifier leur choix pour répondre à des demandes de conformité ou se conformer à des obligations réglementaires.

**Question 4 : Avons-nous omis d'aborder certaines conséquences? Selon vous, comment pourrions-nous y remédier?**

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

1. L'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation est modifiée par l'insertion, après l'article 1.1.2, du suivant :

**« 1.1.2.1. Application aux marchés imposant des délais systématiques intentionnels dans le traitement des ordres**

Pour l'application des articles 6.1 et 6.4, nous estimons qu'un marché ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée », au sens du règlement, s'il impose un délai systématique intentionnel dans le traitement des ordres, pour tous les ordres ou pour certains seulement, qui a pour effet d'empêcher l'exécution immédiate d'un ordre saisi contre le volume affiché. Par conséquent, aucun ordre saisi sur ce marché ne sera considéré comme un « ordre protégé ».

Si le marché exploite plus d'un marché ou mécanisme et qu'il impose un délai systématique intentionnel dans le traitement des ordres sur un ou plusieurs d'entre eux, seul le marché ou le mécanisme visé par le délai sera considéré comme ne fournissant pas la fonctionnalité automatisée.

Il est entendu qu'un délai dans le traitement d'un ordre imposé uniquement aux fins de conformité à la législation en valeurs mobilières n'est pas considéré comme un délai « systématique ». ».

**CSA Notice and Request for Comment**  
**Draft Amendments to *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules: Application of the Order Protection Rule to Marketplaces Imposing Systematic Order Processing Delays***

June 12, 2015

## Introduction

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) are publishing for comment draft amendments to *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101).

The text of the Draft 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.fcaa.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 Draft Amendments, and we thank them for their participation and for sharing their knowledge and expertise. IIROC will be re-publishing amendments to the Universal Market Integrity Rules (UMIR) to reflect and support the Draft Amendments.

## Background

This notice requests comments on draft amendments (the Draft Amendments) to *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Policy Statement 23-101). The Draft Amendments provide an interpretation related to the application of the Order Protection Rule (OPR) with respect to marketplaces that impose a systematic order processing delay on orders received by the marketplace (including a market or facility operated by the marketplace). These order processing delays are commonly referred to as “speed bumps”. If a marketplace operates more than one market or facility and imposes a processing delay on orders entered on some, but not all of them, the Draft Amendments would only apply to the market or facility on which the delay is imposed.

The Draft Amendments follow the CSA OPR proposal published on May 15, 2014<sup>1</sup> (the 2014 Proposal). In response to that notice, we received many comments on the market share threshold

<sup>1</sup> Published at: <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/valeurs-mobilieres/sept-2014/2014mai15-23-101-cons-publ-en.pdf>

approach and heard a number of concerns about the potential impact of that approach. These comments were useful in our analysis of order processing delays and the impact of locked and crossed markets in an environment where there are both marketplaces displaying protected orders, and marketplaces displaying unprotected orders. Further, the comments received have caused us to re-examine all possible options and our approach as it relates to market share thresholds and the other elements of the 2014 Proposal. However, it is our view that because of commercial developments and their potential impact on the market, it is critical to address the implementation of order processing delays and how they intersect with OPR. As a result, we are publishing the Draft Amendments for comment for 60 days.

If the Draft Amendments are adopted, we would also recommend implementing a necessary amendment to section 6.5 of Regulation 23-101 regarding locked and crossed markets that was published as part of the 2014 Proposal. This is discussed under “Locked and Crossed Markets” below.

We acknowledge that upon implementation of changes to the trading policies of Alpha Exchange<sup>2</sup>, and prior to the finalization of the amendment to section 6.5 of Regulation 23-101 noted above, Alpha will be displaying orders which will, due to terms and conditions imposed by the Ontario Securities Commission (OSC), not be considered protected orders for purposes of OPR. As a result, the OSC will not consider orders entered on other marketplaces that lock or cross orders displayed on Alpha as “intentional”<sup>3</sup>.

### **Substance and purpose**

The purpose of the Draft Amendments is to address the introduction of order processing delays by marketplaces, and how such delays impact the application of OPR.

### **Summary of the Draft Amendments**

The amendments being proposed to Policy Statement 23-101 would introduce OPR-related guidance to Part 1.1 of the Policy Statement which would reflect our view that where a marketplace has implemented a systematic order processing delay, none of the orders on that marketplace are considered to be “protected orders”.

### **Deadline for Comments**

Please submit your comments to the Draft Amendments, in writing, on or before August 17, 2015. If you are not sending your comments by email, please send a CD containing the submissions (in Microsoft Word format).

<sup>2</sup> Changes to the Trading Policies of Alpha Exchange Inc. were approved by the Ontario Securities Commission on April 16, 2015, subject to terms and conditions. Details can be found at: [http://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces\\_alpha-exchange\\_20150421\\_noa-proposed-changes.htm](http://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces_alpha-exchange_20150421_noa-proposed-changes.htm)

<sup>3</sup> Section 6.5 of Regulation 23-101 prohibits the intentional locking or crossing of a protected order.

## 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<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Corporate Secretary  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal, Québec H4Z 1G3  
Fax : 514 864-6381  
[consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

The Secretary  
Ontario Securities Commission  
20 Queen Street West  
22<sup>nd</sup> Floor  
Toronto, Ontario M5H 3S8  
Fax: 416 593-2318  
[comments@osc.gov.on.ca](mailto: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 Autorité des marchés financiers website at [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca) and on the Ontario Securities Commission website at [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.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
Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Ontario Securities Commission 416 593-8136	Michael Brady Senior Legal Counsel British Columbia Securities Commission 604-899-6561
Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission 403 297-4281	



## ANNEX A

## BACKGROUND AND DESCRIPTION OF THE DRAFT AMENDMENTS

## I. BACKGROUND

*(a) OPR*

*Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) contains OPR, which is a requirement designed to ensure that all immediately accessible, visible, better-priced limit orders are executed before inferior-priced limit orders and are not traded through. It is an obligation owed to the market as a whole and it cannot be waived. OPR is intended to foster the integrity of the market and to instill confidence on the part of all types of investors so that they contribute to price discovery through the entry of visible limit orders.

OPR was finalized in November 2009 and implemented in February 2011. Prior to implementation, existing trade-through requirements were an obligation of dealers, however OPR moved the onus for trade-through compliance from dealers to marketplaces. However, it also gave marketplace participants the option to assume the obligations under the rule and most marketplace participants choose to do so through the use of a directed-action order (DAO).

Where a marketplace participant chooses to assume the OPR obligations through the use of a DAO, the marketplace participant must establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs, subject to certain exceptions<sup>4</sup>.

*(b) Immediately executable orders*

In examining the principles underpinning the rule, we note that OPR is intended to apply where a marketplace offers immediate and automatic execution against displayed volume. The definition of “trade-through” refers to orders on a marketplace that provides automated functionality, which is defined in the rule as providing the ability to “immediately” execute orders against displayed volume. Historically, the term “immediately” has not been defined, and we continue to believe this is appropriate given the speed at which technology continues to evolve. However, we note that as it relates to the application of OPR, it is our expectation that execution against displayed orders would be immediate, subject to natural market or network latencies such as those that occur due to differences in technology or geographical location of marketplace systems.

*(c) The introduction of “speed bumps”*

Recently, marketplaces have proposed and are introducing functionality that delays the entry of orders into the trading engine and as a result would, for a period of time, prevent the execution of orders submitted to execute against displayed volume. While order execution is delayed by these “speed bumps”, liquidity-providing orders may ultimately be filled, changed or cancelled. This raises the question of whether a marketplace imposing an order processing delay is providing automated functionality, and if not, whether OPR protection should apply to displayed orders on

<sup>4</sup> For example, exceptions exist for flickering quotes, marketplace systems issues and calculated price orders.

that marketplace. We also question whether for purposes of compliance with OPR, it is reasonable to expect market participants to route to execute against a best-priced order displayed on a marketplace where, due to latency that is intentionally introduced (and regardless of the amount of latency), liquidity may no longer exist. A number of similar comments were received during the public comment process related to the marketplace proposals noted above.

In our view, where there are order processing delays systematically built into the functionality of a marketplace, it is not reasonable to require marketplace participants to route orders to that marketplace for OPR compliance. The impact of the “speed bump” and the possible delay in execution could negatively impact execution quality and fill rates if liquidity providing orders disappear while the order routed to execute with displayed volume is delayed by the operation of the “speed bump”. We believe it should be the choice of a dealer and /or their client to determine whether to route orders to such marketplaces. This approach is consistent with the policy underpinnings of the OPR framework and is not an endorsement or criticism of low latency trading or systematic order processing delays.

There may be certain situations where, based on the type of order or class of market participant sending the order, only some of the orders routed to a marketplace are subject to an order processing delay. In these circumstances, some orders might be able to immediately execute against displayed volume, while others would not. In this circumstance, where a marketplace applies different treatment to liquidity-removing orders (deliberately adding latency to only some orders), applying different OPR protection would add significant complexity and execution uncertainty. We do not believe it is appropriate to introduce uncertainty into the concept of “protected order” and as a result it is our view that once a marketplace has introduced an order processing delay, it is no longer providing the functionality contemplated by OPR.

We note that going forward, there may be further models proposed by marketplaces which would introduce different or novel functionality that may not ultimately result in the “immediate” execution of an order against displayed volume. We will consider the application of OPR in the context of the definition of automated functionality for any such proposals.

## **II. DESCRIPTION OF THE DRAFT AMENDMENTS**

### **(a) *OPR Draft Amendments***

As noted above, OPR was specifically designed to protect displayed orders that are immediately executable. In our view, if there is not a reasonable expectation of an immediate execution against displayed orders, then it follows that OPR should not apply to those orders.

As a result, we are proposing the following OPR-related guidance to be added to Part 1.1 of Policy Statement 23-101, as section 1.1.2.1.

“With respect to the application of sections 6.1 and 6.4, it is our view that where a marketplace has implemented an intentional systematic delay in order processing, whether for all orders or certain orders only, that results in the inability of an order entered on that marketplace to immediately execute against displayed volume, that

marketplace does not provide “automated functionality” as defined in the Regulation. As a result, none of the orders on that marketplace are considered to be “protected orders”.

If a marketplace operates more than one market or facility and it implements an intentional systematic delay in order processing on one or more of them, only the market or facility with an order processing delay is considered not to provide automated functionality.

For greater certainty, an order processing delay that is imposed solely to comply with securities legislation is not considered a “systematic” delay.”.

**Question 1: What are your views on whether OPR should apply to marketplaces that impose an order processing delay? If OPR should apply to marketplaces that impose an order processing delay, should it apply to some or all of them? What factors should be considered in determining whether OPR should apply to marketplaces that impose an order processing delay?**

**Question 2: In an environment where not all displayed orders on visible marketplaces are protected under OPR because marketplaces impose an order processing delay, what are your views with respect to the outcomes for protected and unprotected visible marketplaces and for trading on those marketplaces?<sup>5</sup> In responding, please consider the impacts on:**

- (a) various market participants including retail and institutional investors, and liquidity providers;
- (b) liquidity on both protected and unprotected visible marketplaces;
- (c) price discovery;
- (d) complexities and changes you anticipate from participating in both protected and unprotected visible marketplaces, including costs and effort; and
- (e) the provision and use of consolidated data.

**Question 3: A key objective of OPR is to recognize and support the role of retail participation in the market. If the Draft Amendments are finalized, what changes if any, do you expect will be required for dealers handling retail order flow? What changes if any, do you expect in terms of outcomes for retail clients?**

**(b) *Implications of the Draft Amendments***

The result of this interpretation is that there will be some marketplaces that display orders that would not be protected from trade-through under OPR. This result raises complexities similar to those articulated both in the 2014 Proposal, as well as the comments received in response to that proposal. The specific complexities include:

<sup>5</sup> For purposes of this Notice, a “protected” marketplace is considered to be a marketplace which displays protected orders as defined in OPR, while an “unprotected” marketplace is one which does not display protected orders.

- Implications for “best bid price” and “best ask price” under the Universal Market Integrity Rules (UMIR)
- Implications related to locked and crossed markets<sup>6</sup>
- Best execution obligations and disclosure
- Implications related to consolidated data

(i) *Best Bid Price and Best Ask Price*

On May 15, 2014, IIROC published for comment proposed amendments to UMIR<sup>7</sup> that would align UMIR with the CSA 2014 Proposal. Among other aspects, the proposed amendments would amend the definitions of “best bid price” and “best ask price” to reference orders displayed on a “protected marketplace”<sup>8</sup>. IIROC is re-proposing these amendments to ensure consistency with the approach taken by the CSA and provide flexibility going forward.

(ii) *Locked and Crossed Markets*

Given that there will be some marketplaces displaying orders which would be unprotected and could be traded-through, it is also necessary to consider the implications related to provisions which prohibit the intentional locking or crossing of markets. As indicated in the 2014 Proposal, we continue to be of the view that the provisions preventing intentional locks and crosses of markets are appropriate to foster investor confidence and market efficiency. However, without changing the locked and crossed markets provisions, marketplace participants would be forced to access marketplaces that introduce order processing delays, solely to prevent locked and crossed markets, despite not being required to for OPR purposes.

Consequently, if the Draft Amendments are adopted, we intend to also recommend the implementation of the amendment to section 6.5 of Regulation 23-101 contained in the 2014 Proposal, which would limit the prohibition on intentionally locking and crossing markets to protected orders. For reference, we proposed<sup>9</sup> that the section read:

**“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.”.

<sup>6</sup> Section 6.5 of Regulation 23-101 prohibits the intentional entry of an order which would either lock or cross a protected order.

<sup>7</sup> Published at: [http://www.iiroc.ca/Documents/2014/3f942064-7077-4e57-963b-41ec79373cd0\\_en.pdf](http://www.iiroc.ca/Documents/2014/3f942064-7077-4e57-963b-41ec79373cd0_en.pdf)

<sup>8</sup> As defined in Regulation 23-101.

<sup>9</sup> See the amending regulation that was published as part of the 2014 Proposal.

This change would not preclude marketplace participants from entering orders on marketplaces displaying protected orders that would lock or cross unprotected orders displayed on other marketplaces. Although this would result in an increase in the instances of locked and crossed markets, we think that the outcome represents a reasonable balance between important policy objectives of the prohibition and the goal of addressing issues associated with order processing delays imposed by marketplaces.

(iii) *Best Execution and Markets with Order Processing Delays*

In the context of best execution relating to orders on marketplaces imposing order processing delays, dealers should consider information from all appropriate marketplaces in developing their policies and procedures (including marketplaces with order processing delays). In accordance with existing best execution requirements, dealers should consider whether to access visible marketplaces that impose an order processing delay, and evaluate whether taking steps to access such marketplaces is appropriate. We would expect that the policies and procedures of marketplace participants will describe how decisions are made regarding whether to route to, or avoid such marketplaces, and these decisions should be regularly and vigorously reviewed. No specific changes to the rules or policies are being proposed in relation to this issue at this time.

(iv) *The Information Processor and Consolidated Data*

We recognize that the Draft Amendments would result in certain marketplaces displaying orders which are not protected. This would require a change in the information that is disseminated by the information processor. We will work with the information processor to ensure that, if the Draft Amendments are adopted, the information processor would produce replicated feeds for the Canadian Best Bid and Best Offer (CBBO), Consolidated Depth of Book (CDB) and Consolidated Last Sale (CLS) products. One feed would consolidate all of the marketplaces displaying protected orders and one would consolidate the information from all marketplaces that display orders, including those that impose order processing delays. Marketplace participants could choose to use either but would be expected to document that choice for any compliance requests or regulatory requirements.

**Question 4: Are there implications that have not been addressed above that should be considered? How do you suggest they be addressed?**

**AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES**

1. *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* is amended by inserting, after section 1.1.2, the following:

**“1.1.2.1. Application to marketplaces implementing intentional systematic order processing delays**

With respect to the application of sections 6.1 and 6.4, it is our view that where a marketplace has implemented an intentional systematic delay in order processing, whether for all orders or certain orders only, that results in the inability of an order entered on that marketplace to immediately execute against displayed volume, that marketplace does not provide “automated functionality” as defined in the Regulation. As a result, none of the orders on that marketplace are considered to be “protected orders”.

If a marketplace operates more than one market or facility and it implements an intentional systematic delay in order processing one or more of them, only the market or facility with a processing delay is considered not to provide automated functionality.

For greater certainty, an order processing delay that is imposed solely to comply with securities legislation is not considered a “systematic” delay.”.

## 7.2.2. Publication

Aucune information.