

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 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^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
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

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

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 2014¹ (le « projet de 2014 »), pour lequel les commentaires sur l'approche basée sur le seuil de part de

¹ 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 Exchange² 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 »³.

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).

² 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.

³ 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^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire de l'Autorité
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Télécopieur : 514 864-6381
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

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 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 exceptions⁴.

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

⁴ 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 effectuées⁵? 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,

⁵ 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 croisés⁶
- 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 RUIM⁷ 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 »⁸. 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 suit⁹ :

⁶ 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.

⁷ Publié au http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/3f942064-7077-4e57-963b-41ec79373cd0_fr.pdf.

⁸ Au sens du Règlement 23-101.

⁹ 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, 2014¹ (the 2014 Proposal). In response to that notice, we received many comments on the market share threshold

¹ 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 Exchange², 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”³.

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).

² 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

³ 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^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
22nd Floor
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 Autorité des marchés financiers website at www.lautorite.qc.ca and on the Ontario Securities Commission website at 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 exceptions⁴.

(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

⁴ 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?⁵ 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:

⁵ 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 markets⁶
- 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 UMIR⁷ 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”⁸. 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 proposed⁹ 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.”.

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

⁷ Published at: http://www.iiroc.ca/Documents/2014/3f942064-7077-4e57-963b-41ec79373cd0_en.pdf

⁸ As defined in Regulation 23-101.

⁹ 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.

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 ») – Projet de modification concernant les marchés transparents non protégés et la Règle sur la protection des ordres

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par l'OCRCVM, de modifications des RUIIM (le « projet »). Le projet tiendrait compte des modalités en vertu desquelles la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a approuvé les modifications apportées aux politiques de négociation d'Alpha Exchange Inc. en vue d'appliquer un délai de traitement systématique (un ralentisseur) à tous les ordres autres que les ordres « destinés uniquement à l'affichage ». Le projet 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 RUIIM qui renvoie au « meilleur cours vendeur », au « meilleur cours acheteur » ou au « meilleur cours » a été respectée, sauf dans deux situations précises liées à la meilleure exécution et à l'exécution d'ordres clients pour compte propre. Le projet cadrerait également avec le projet des ACVM visant à modifier les dispositions de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* qui portent sur l'interprétation du terme « ordre protégé » qui a été publié le 12 juin 2015.

(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 13 juillet 2015, 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 à la 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

Date limite pour les commentaires : 13 juillet 2015

Personne-ressource :

Sonali GuptaBhaya

Avocate principale aux politiques

Politique de réglementation des marchés

Téléphone : 416 646-7272

Télécopieur : 416 646-7265

Courriel : squptabhaya@iroc.ca

15-0129

Le 12 juin 2015

Projet de modification concernant les marchés transparents non protégés et la Règle sur la protection des ordres

Récapitulatif

L'OCRCVM publie un projet de modification des RUIM (le **Projet de modification**) qui tiendrait compte des modalités en vertu desquelles la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (**CVMO**) a approuvé les modifications apportées aux politiques de négociation d'Alpha Exchange Inc. (**Alpha**) en vue d'appliquer un délai de traitement systématique (dit **ralentisseur**) à tous les ordres autres que les ordres « destinés uniquement à l'affichage »¹. Plus précisément, la CVMO a imposé une condition (la **condition imposée par la CVMO**) selon laquelle les ordres affichés dans le registre des ordres d'Alpha ne seront pas considérés comme protégés en vertu de la Règle sur la protection des ordres (**RPO**) énoncée dans la partie 6 du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (la Norme canadienne 23-101 ailleurs qu'au Québec) (les **règles de négociation**)². Le Projet de

¹ Avis du personnel de la CVMO – *Notice of Commission Approval of Proposed Changes to Alpha Exchange Inc.*, publié dans (2015) 38 OSCB 4045 (l'**Avis du personnel de la CVMO**).

² L'Avis de l'OCRCVM [14-0124](#) – Avis sur les règles – Appel à commentaires – *Dispositions proposées concernant la Règle sur la protection des ordres* (14 mai 2014) décrit un projet de modification des RUIM qui cadrerait avec le projet des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (**ACVM**) visant à modifier les dispositions des règles de négociation qui portent sur la protection des ordres (le **projet de**



modification cadrerait également avec le projet des ACVM visant à modifier les dispositions de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* qui portent sur l'interprétation du terme « ordre protégé » (le **projet de modification des ACVM**) qui est publié aujourd'hui.

Pour la première fois, en raison de la condition imposée par la CVMO, un marché affichera des ordres qui ne seront pas considérés comme protégés contre les transactions hors cours en vertu de la RPO.

Afin de tenir compte de ce changement, le Projet de modification :

- modifie la définition du terme « marché protégé » afin que celui-ci désigne un marché qui affiche les ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ». Cette modification permettrait de tenir compte de tout changement futur que les ACVM pourraient adopter relativement à la question de savoir si un ordre est considéré comme un « ordre protégé » en vertu des règles de négociation;
- 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 qu'un participant doit tenir compte des ordres affichés sur un marché qui n'est pas protégé, *s'il dispose d'une telle information*, lorsqu'il détermine si un ordre client pour compte propre est exécuté au meilleur cours connu;
- apporte plusieurs modifications corrélatives à certaines dispositions;
- apporte une modification rédactionnelle pour permettre aux marchés d'utiliser le dernier cours vendeur du marché sur lequel un titre est coté pour déterminer la taille d'une unité de négociation standard d'un titre.

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 deux situations précises liées :

- à la meilleure exécution (se reporter à la rubrique 2.4 du présent avis);

modification de la RPO des ACVM (se reporter au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers [2014], vol. 11, n° 19, section 7.2). Le projet de modification de la RPO des ACVM prévoit, entre autres, que les ordres visibles saisis sur un marché qui respecte ou dépasse un seuil lié à la part de marché établi par les ACVM seront protégés. Étant donné que le projet de modification présenté dans l'Avis de l'OCRCVM 14-0124 est semblable au Projet de modification, l'OCRCVM l'a retiré au moment de soumettre le Projet de modification aux autorités de reconnaissance (définies ci-dessous).

Avis de l'OCRCVM 15-0129 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Projet de modification concernant les marchés transparents non protégés et la Règle sur la protection des ordres

2



- à l'exécution d'ordres clients pour compte propre (se reporter à la rubrique 1.3 du présent avis).

Si les autorités de reconnaissance approuvent le Projet de modification³, l'OCRCVM s'attend à ce que les modifications entrent en vigueur au moment de la publication de l'avis d'approbation.

Envoi des commentaires

L'OCRCVM sollicite des commentaires sur tous les aspects du Projet de modification, y compris toute question qui n'y est pas abordée. Les commentaires sur le Projet de modification doivent être faits par écrit et transmis au plus tard le **13 juillet 2015** à :

Sonali GuptaBhaya
 Avocate principale aux politiques, Politique de réglementation des marchés
 Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
 121, rue King Ouest
 Bureau 2000
 Toronto (Ontario) M5H 3T9
 Courriel : sguptabhaya@iiroc.ca

Il faut également transmettre une copie aux autorités de reconnaissance à l'adresse suivante :

Susan Greenglass
 Directrice, Réglementation du marché
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Bureau 1903, C.P. 55,
 20, rue Queen Ouest
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Il est porté à l'attention des personnes qui présentent des lettres de commentaires qu'une copie de leur lettre de commentaires sera mise à la disposition du public sur le site Internet de l'OCRCVM, à l'adresse www.ocrcvm.ca.

³ L'OCRCVM est un organisme d'autoréglementation reconnu par chacune des autorités provinciales canadiennes en valeurs mobilières (les **autorités de reconnaissance**).



Avis sur les règles – Table des matières

1.	Exposé du Projet de modification	5
	1.1 Résumé du Projet de modification.....	5
	1.2 Définitions	5
	1.2.1 Définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur »	5
	1.2.2 Définition d'« ordre de contournement »	6
	1.2.3 Définition de « marché protégé ».....	6
	1.3 Exécution d'ordres clients pour compte propre.....	7
	1.4 Modifications corrélatives.....	8
	1.4.1 Interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur »	8
	1.4.2 Clarification des pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché.....	8
	1.4.3 Précisions concernant l'exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle	8
	1.4.4 Priorité aux clients	9
	1.5 Modification rédactionnelle – Cours servant à établir les « unités de négociation standard ».....	9
2.	Analyse.....	10
	2.1 Approbation par la CVMO des modifications touchant Alpha.....	10
	2.2 Projet de modification des ACVM	10
	2.3 Incidence sur la diffusion des ordres	11
	2.4 Incidence sur la meilleure exécution.....	11
3.	Effets du Projet de modification.....	12
	3.1 Effets sur les participants et les personnes ayant droit d'accès.....	12
	3.2 Effets sur les marchés	13
	3.3 Autres effets	13
4.	Plan de mise en œuvre.....	13
5.	Processus d'élaboration des politiques.....	13
	5.1 Objectif réglementaire	13
	5.2 Processus réglementaire.....	13
	Annexe A – Projet de modification des RUIM.....	15
	Annexe B – Libellé des RUIM reproduisant le Projet de modification	18



1. Exposé du Projet de modification

1.1 Résumé du Projet de modification

En raison de la condition imposée par la CVMO, Alpha sera le premier marché transparent au Canada à afficher des ordres qui ne seront pas considérés comme « protégés » en vertu de la RPO. Le Projet de modification assurerait que cette modification est adéquatement prise en compte dans les RUIM, principalement :

- en reformulant la définition de « marché protégé » pour qu'elle tienne compte des marchés sur lesquels les ordres sont considérés comme des « ordres protégés » en vertu des règles de négociation;
- en modifiant la définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur » pour la limiter aux ordres affichés sur un marché protégé.

1.2 Définitions

1.2.1 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 de la condition imposée par la CVMO et du projet de modification des ACVM, l'OCRCVM estime qu'il conviendrait de limiter la définition de « meilleur cours vendeur » et de « meilleur cours acheteur » 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 :

- a. 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),
 - de « meilleur cours »⁴,
 - de « titre relié »,
 - de « transaction désignée »;

⁴ 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.



- b. 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,
 - du paragraphe 5.2 concernant l'obligation de meilleure exécution,
 - de la Politique 5.3 concernant la priorité aux clients,
 - du paragraphe 6.6 concernant l'amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible,
 - du paragraphe 7.4 concernant le registre officiel d'un ordre,
 - du paragraphe 8.1 et de la Politique 8.1 concernant l'exécution d'ordres clients pour compte propre;
- c. dans la détermination de la valeur d'un ordre pour l'application :
- du paragraphe 6.3 (Diffusion des ordres),
 - du paragraphe 6.4 (Obligation de négocier sur un marché),
 - du paragraphe 8.1 (Exécution d'ordres clients pour compte propre);
- d. dans l'interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur » conformément à l'alinéa 1.2(8) (Interprétation).

1.2.2 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 RUIM (qui intègrent par renvoi l'obligation imposée par la RPO de ne pas procéder à des transactions hors cours). 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. En vertu du Projet de modification, lors de son exécution sur un marché non protégé, l'ordre devrait être 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.

1.2.3 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 au *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (la Norme canadienne 21-101 ailleurs qu'au Québec);

- qui autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;
- qui assure une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée;
- qui assure un appariement des ordres et une exécution des transactions pleinement automatisés.

En vertu du Projet de modification, la définition de « marché protégé » serait modifiée de manière à s'appliquer aux marchés qui affichent des ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ». Cette modification reformule la définition de « marché protégé » qui figure dans les RUIM pour qu'elle tienne compte des marchés sur lesquels les ordres sont considérés comme des « ordres protégés » par les ACVM. Cette modification tiendrait également compte de tout changement futur que les ACVM pourraient adopter relativement à la question de savoir si un ordre est considéré comme un « ordre protégé » en vertu des règles de négociation.

L'application du Projet de modification, conjointement avec la condition imposée par la CVMO, impliquerait qu'Alpha ne serait pas un « marché protégé ». Soulignons que La Neo Bourse Aequitas Inc. applique actuellement un ralentisseur à certains ordres reçus par le registre Neo Book; cependant, les ordres affichés dans le registre Neo Book sont actuellement considérés comme des « ordres protégés » en vertu des règles de négociation et, par conséquent, le registre Neo Book est considéré comme un « marché protégé » aux fins des RUIM. Cependant, si le projet de modification des ACVM est mis en œuvre, les ordres contenus dans le registre Neo Book ne seront pas considérés comme des « ordres protégés » et, par conséquent, le registre Neo Book ne satisfera pas à la définition de « marché protégé » qui figure dans les RUIM.

1.3 Exécution d'ordres clients pour compte propre

En vertu du paragraphe 8.1 des RUIM, 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 connu, 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. Un participant sera réputé ne pas avoir respecté le paragraphe 8.1 en vertu du Projet de modification :

- 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 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;

- 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).

1.4 Modifications corrélatives

Le Projet de modification apporte plusieurs modifications corrélatives, dont les suivantes :

1.4.1 Interprétation de « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur »

Selon l'alinéa 1.2(8) (Interprétation) des RUIM, 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 le 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 ».

1.4.2 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 notamment le pouvoir d'exiger qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès exécute tout ordre en attente faisant partie du volume déclaré qui a fait l'objet d'une transaction hors cours lorsque le participant ou la personne ayant droit d'accès ne respecte pas les exigences de l'article 6.4 de la RPO pour empêcher une transaction hors cours.

1.4.3 Précisions concernant l'exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle

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 »⁵. 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 ». Le Projet de modification précise les exigences applicables relativement à l'exécution d'une transaction désignée, 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. Plus précisément, nous prévoyons de modifier l'exemple fourni dans l'article 2 de la Politique 2.1 pour préciser qu'une transaction désignée peut être exécutée sur un marché si les conditions suivantes sont réunies : i) les ordres à meilleur cours affichés sur ce marché sont exécutés avant l'exécution de la transaction désignée; ii) les ordres à meilleur cours inclus dans le volume déclaré sur les marchés protégés sont exécutés en même temps que l'exécution de la transaction désignée ou immédiatement après.

1.4.4 Priorité aux clients

À l'heure actuelle, selon l'article 4 de la Politique 5.3 des RUIIM, si un ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée à un cours inférieur au meilleur cours acheteur ou supérieur au meilleur cours vendeur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres à un meilleur cours sur un marché sont exécutés avant l'ordre client. Le Projet de modification modifie cette disposition pour indiquer que seuls les ordres à un « meilleur cours » sur un marché protégé doivent être exécutés avant l'ordre client.

1.5 Modification rédactionnelle – Cours servant à établir les « unités de négociation standard »

À l'heure actuelle, l'alinéa 1.2(5) des RUIIM prévoit que l'établissement du cours auquel un titre est négocié aux fins de la définition d'une « unité de négociation standard » 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 principales heures de négociation, soit de 9 h 30 à 16 h (HNE).

L'OCRCVM sait que les marchés utilisent généralement le dernier cours vendeur du marché sur lequel un titre est coté pour déterminer la taille d'une unité de négociation standard d'un titre. Le Projet de modification permet expressément cette pratique.

⁵ Dans le cadre du projet de consolidation des Règles de l'OCRCVM (se reporter à l'Avis de l'OCRCVM [13-0275](#) – *Republication du Projet de consolidation des règles de mise en application, de procédures, d'examen et d'autorisation de l'OCRCVM* (14 novembre 2013) (les **règles de mise en application consolidées**), le paragraphe 2.1 et la Politique 2.1 des RUIIM seraient abrogés et remplacés i) par une nouvelle Règle consolidée 1400 qui intégrerait l'actuel article 1 de la Règle 29 des courtiers membres et ii) par un nouveau paragraphe 2.1 des RUIIM. Le nouveau paragraphe 2.1 des RUIIM reprendrait sous forme de règle les exemples particuliers d'activités inacceptables actuellement décrits dans la Politique 2.1. Les parties de l'actuel article 2 de la Politique 2.1 qui seraient modifiées aux termes du Projet de modification fournissent des détails qui ne sont pas inclus dans le projet de paragraphe 2.1 présenté dans l'Avis de l'OCRCVM 13-0275. Par conséquent, les modifications apportées à la Politique 2.1 qui prendront effet au moment de la mise en œuvre du Projet de modification seront, au bout du compte, remplacées par les dispositions moins détaillées du paragraphe 2.1 des RUIIM lorsque les règles de mise en application consolidées prendront effet.



2. Analyse

2.1 Approbation par la CVMO des modifications touchant Alpha

Le 16 avril 2015, la CVMO a approuvé, sous réserve de certaines conditions, les modifications apportées aux politiques de négociation d'Alpha. Ces modifications ont trait à la mise en place d'un ralentisseur à l'égard de tous les ordres autres que les ordres « destinés uniquement à l'affichage » qui sont reçus par Alpha. Selon une des conditions imposées par la CVMO, les ordres affichés dans le registre d'ordres d'Alpha ne seront pas considérés comme des « ordres protégés » en vertu de la RPO. La RPO oblige les marchés à établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher les transactions « hors cours ». La RPO impose une obligation semblable aux participants au marché qui se sont engagés à respecter la RPO en utilisant des ordres à traitement imposé. Comme il l'indique dans son avis, le personnel de la CVMO considérera les politiques et procédures d'un participant au marché comme « raisonnablement conçues » pour empêcher les transactions hors cours si elles indiquent que les ordres ne seront pas acheminés pour exécution contre des ordres dotés de meilleur cours affichés dans Alpha lorsque le ralentisseur sera mis en place. En raison de la condition imposée par la CVMO, Alpha sera le premier marché transparent au Canada à afficher des ordres qui ne seront pas considérés comme « protégés » en vertu de la RPO. Le Projet de modification vise à faire en sorte que les RUIM soient adaptées à un environnement caractérisé par des marchés transparents protégés et non protégés.

2.2 Projet de modification des ACVM

Le projet de modification des ACVM modifie l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* afin d'y inclure une interprétation liée à l'application de la RPO aux marchés qui imposent un ralentisseur à l'égard des ordres reçus par le marché. Plus précisément, le projet de modification des ACVM précise qu'un marché ne fournit pas de « fonctionnalité automatisée » lorsqu'il soumet le traitement des ordres à un ralentisseur (que celui-ci s'applique à tous les ordres ou à certains ordres seulement) qui empêche un ordre saisi sur ce marché d'être exécuté immédiatement contre le volume affiché. Par conséquent, au moment de la mise en œuvre du projet de modification des ACVM, aucun des ordres sur un marché qui a mis en place un délai systématique de traitement des ordres ne sera considéré comme un « ordre protégé » en vertu des règles de négociation. Comme dans le cas de la condition imposée par la CVMO, le projet de modification des ACVM permettra l'existence d'un marché transparent non protégé et le Projet de modification modifiera les RUIM pour tenir compte de ce scénario.



2.3 Incidence sur la diffusion des ordres

Le Projet de modification ne modifie pas l'obligation de diffusion de certains ordres clients qui incombe à un participant en vertu du paragraphe 6.3 des RUIM. Selon ce paragraphe, un participant saisit immédiatement aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (la Norme canadienne 21-101 ailleurs qu'au Québec) 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 réponde ou non à la définition de « marché protégé ».

2.4 Incidence sur la meilleure exécution

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 RUIM.

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 »⁶. 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.

L'article 2 de la Politique 5.1 (Meilleure exécution d'ordres clients) précise qu'un des facteurs à examiner pour établir si un participant s'est acquitté avec diligence de l'obligation de meilleure exécution d'un ordre client est la question de savoir si le participant a tenu compte d'ordres sur un marché qui 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. Étant donné l'apparition de marchés transparents non protégés, un participant doit par conséquent examiner, dans ses politiques et procédures visant la meilleure exécution d'un ordre client, si un marché transparent qui n'est pas un « marché protégé » doit être pris en compte s'il 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.

⁶ 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; nous utilisons les résultats de ce sondage pour élaborer un projet de modification portant sur les pratiques de meilleure exécution.



Ni les règles de négociation des ACVM ni les RUIM 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 RPO. Chaque participant peut avoir différents modèles de fonctionnement et types 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 RPO, 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. Cependant, si le participant détermine que le respect des règles de meilleure exécution exige qu'il accède aux 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. Effets du Projet de modification

3.1 Effets sur les participants et les personnes ayant droit d'accès

L'incidence la plus importante de l'adoption du Projet de modification sur les participants et les personnes ayant droit d'accès est qu'il 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 respectée⁷, sauf dans deux situations précises liées à la meilleure exécution et à l'exécution d'ordres clients pour compte propre⁸.

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 protégés. Cependant, selon l'activité du participant et la liquidité disponible à l'égard de titres donnés sur un marché qui n'est pas protégé, 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 du volume des ordres affichés sur des marchés qui ne sont pas des marchés protégés, s'il dispose d'une telle information, pour déterminer si le client obtient le meilleur cours connu.

⁷ 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.

⁸ Se reporter en particulier :

- à la sous-rubrique 2.4 du présent avis concernant le paragraphe 5.1 des RUIM, qui traite de l'obligation de meilleure exécution;
- à la sous-rubrique 1.3 du présent avis concernant le paragraphe 8.1 des RUIM, qui traite de l'exécution d'ordres clients pour compte propre.



3.2 Effets sur les marchés

L'incidence la plus importante de l'adoption du Projet de modification sur les marchés est que la définition de « marché protégé » qui figure dans les RUIM serait formulée de manière à tenir spécifiquement compte de la question soulevée par les ACVM de savoir si les ordres saisis sur un marché sont des « ordres protégés » en vertu des règles de négociation. Le fonctionnement des marchés transparents non protégés obligera chaque marché à réviser et modifier les politiques et procédures qu'il a établies pour raisonnablement empêcher les transactions hors cours.

3.3 Autres effets

L'OCRCVM devra modifier son système de conformité et de surveillance afin de tenir compte du fonctionnement des marchés transparents non protégés si le Projet de modification est mis en œuvre.

4. Plan de mise en œuvre

S'il est approuvé, le Projet de modification prendrait effet au moment de la publication de l'avis d'approbation.

5. Processus d'élaboration des politiques

5.1 Objectif réglementaire

Le Projet de modification cadrerait avec la condition imposée par la CVMO et le projet de modification des ACVM afin d'assurer que la nouvelle structure des marchés, y compris les marchés non transparents non protégés, est adéquatement prise en compte dans les RUIM.

5.2 Processus réglementaire

Le conseil d'administration de l'OCRCVM (le conseil) a déterminé que le Projet de modification est d'intérêt public et, le 13 mai 2015, a approuvé sa publication dans le cadre d'un appel à commentaires.

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 au conseil, qui approuvera sa nouvelle publication.

Faute de temps, le Comité consultatif sur les règles du marché (le **CCRM**) n'a pas examiné le Projet de modification. Cependant, le Projet de modification est très semblable à celui présenté dans l'Avis de l'OCRCVM 14-0124 – *Dispositions proposées concernant la Règle sur la protection des ordres* (14 mai 2014), sur lequel le CCRM avait été consulté.



Annexe A – Projet de modification des RUIM

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont modifiées par les présentes comme suit :

1. Les modifications qui suivent sont apportées au paragraphe 1.1 :
 - a) à la définition « meilleur cours vendeur », l'insertion, après la première occurrence du mot « marché », du mot « protégé »;
 - b) à la définition « meilleur cours acheteur », l'insertion, après la première occurrence du mot « marché », du mot « protégé »;
 - c) le remplacement de la définition « ordre de contournement » 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 d'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 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) le remplacement de la définition « marché protégé » par la définition suivante :

« marché protégé » s'entend d'un marché qui affiche des ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ».



2. Les modifications qui suivent sont apportées au paragraphe 1.2 :
 - a) l'insertion, à la fin de l'alinéa (5), des mots « à la bourse à laquelle le titre est coté ou par le SCDO sur lequel le titre est inscrit »;
 - b) le remplacement, à l'alinéa (8), des mots « un marché » 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 exécute 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 par les présentes comme suit :

1. Les modifications suivantes sont apportées à l'article 2 de la Politique 2.1 :
 - a) Les mots « conformément aux obligations d'obtenir le *meilleur cours* énoncées au paragraphe 5.2, » sont supprimés du premier paragraphe;
 - b) Les deux dernières puces sont remplacées par les puces suivantes :
 - les ordres à meilleur cours affichés sur le marché sur lequel est saisie la transaction sont exécutés 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 d'exécuter les ordres à meilleur cours inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé, en même temps que l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement après.

2. À la Politique 5.3, 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 connu », 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. 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 dont aurait pu se prévaloir le 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 RUIM reproduisant le Projet de modification

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> <ol style="list-style-type: none"> soit fait partie d'une transaction désignée; soit vise à respecter une obligation d'exécuter un ordre qu'une disposition des RUIM ou d'une Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès <p>et qui est saisi :</p> <ol style="list-style-type: none"> 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; soit sur un marché autre qu'un marché protégé mais qui affiche 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>1.1 Définitions</p> <p>ordre de contournement s'entend d'un ordre <u>qui</u> :</p> <ol style="list-style-type: none"> <u>qui soit</u> fait partie d'une transaction désignée; en vue de soit vise à respecter une obligation d'exécuter un ordre que toute qu'une disposition des RUIM ou toute d'une Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès <p>et qui est saisi :</p> <ol style="list-style-type: none"> <u>soit</u> sur un marché protégé aux fins d'une exécution contre le volume déclaré sur ce marché avant l'exécution ou l'annulation du reste de l'ordre; <u>soit sur un marché autre qu'un marché protégé mais qui affiche 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>1.1 Définitions</p> <p>marché protégé s'entend d'un marché qui affiche des ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ».</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>marché protégé s'entend d'un marché qui</p> <ol style="list-style-type: none"> 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



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>automatisée;</p> <p>e) assure un appariement des ordres et l'exécution des transactions pleinement automatisés <u>affiche des ordres qui, aux fins des règles de négociation, sont considérés comme des « ordres protégés ».</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 à la bourse à laquelle le titre est coté ou par le 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>à la bourse à laquelle le titre est coté ou par le 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>
<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 exécute 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>respecte le meilleur cours acheteur ou vendeur à hauteur du volume déclaré si la transaction ne respecte pas les exigences de l'article 5 ou la personne ayant droit d'accès exécute 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>
<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>Un participant ou une personne ayant droit d'accès qui a l'intention d'exécuter une transaction organisée au préalable ou une application intentionnelle est censé déployer des mesures raisonnables, et ce, avant l'exécution de la transaction organisée</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>Un participant ou une personne ayant droit d'accès qui a l'intention d'exécuter une transaction organisée au préalable ou une application intentionnelle est censé déployer des mesures raisonnables, <u>conformément aux obligations d'obtenir le meilleur</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>au préalable ou de l'application intentionnelle, ou au moment de celle-ci, afin de s'assurer de l'exécution de tout ordre sur un marché protégé à un meilleur cours.</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 <i>ordre de contournement</i>. 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 sont exécutés 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 d'exécuter les ordres à meilleur cours inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé, en même temps que l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement après. <p>....</p>	<p>cours énoncées au paragraphe 5.2, et ce, avant l'exécution de la transaction organisée au préalable ou de l'application intentionnelle, ou au moment de celle-ci, afin de s'assurer de l'exécution de tout ordre sur un marché protégé à un meilleur cours.</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 <i>ordre de contournement</i>. 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 meilleur cours affichés sur le marché sur lequel est saisie la transaction désignée sont comblés exécutés 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, 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 d'exécuter les ordres à meilleur cours inclus dans le volume déclaré sur ce marché protégé, simultanément à en même temps que l'exécution de la transaction désignée, ou immédiatement à la suite de celle-ci après. <p>....</p>
<p>Politique 5.3 – Priorité aux clients</p> <p>Article 4 – Consentement du client</p> <p>Si l'ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée à un cours inférieur au meilleur cours acheteur ou supérieur au meilleur cours vendeur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres à un meilleur cours sur un marché protégé sont exécutés avant l'ordre client.</p>	<p>Politique 5.3 – Priorité aux clients</p> <p>Article 4 – Consentement du client</p> <p>Si l'ordre client fait partie d'une transaction organisée au préalable qui doit être réalisée à un cours inférieur au meilleur cours acheteur ou supérieur au meilleur cours vendeur selon ce qui est indiqué dans un affichage consolidé du marché, le participant est tenu de s'assurer que les ordres à un meilleur cours sur un marché protégé sont exécutés avant l'ordre client.</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 connu »</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 connu »</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>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 connu », 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. 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 dont aurait pu se prévaloir le 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>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 connu », 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. 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 dont aurait pu se prévaloir le 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

Aucune information

7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.