

# 7.2

## Réglementation de l'Autorité

---

---

## 7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

### 7.2.1. Consultation

#### Projets de règlements

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 3.1°, 32°, 32.0.1° et 34° et a. 331.2)

#### Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation – Frais de négociation

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

- *Règlement modifiant le 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 **6 juillet 2016**, en s'adressant à :

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

#### Renseignements additionnels

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

Serge Boisvert  
Analyste à la réglementation  
Direction des bourses et des OAR  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4358  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
[serge.boisvert@lautorite.qc.ca](mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca)

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

**Le 7 avril 2016**

## Avis de consultation des ACVM

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

Le 7 avril 2016

#### Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation un projet de *Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « règlement ») (le « projet de modification »).

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

[www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)  
[www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)  
[www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca)  
[www.msc.goc.mb.ca](http://www.msc.goc.mb.ca)  
[www.fcnb.ca](http://www.fcnb.ca)  
[www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca)  
[www.fcaa.gov.sk.ca](http://www.fcaa.gov.sk.ca)  
[www.msc.gov.mb.ca](http://www.msc.gov.mb.ca)

#### Objet

Le projet de modification a pour objet d'abaisser le plafond des frais de négociation active<sup>1</sup> qui s'applique aux opérations sur certains titres. En prévoyant les frais maximaux pouvant être appliqués à l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre le volume affiché, le projet de modification établirait une distinction entre les titres inscrits à la cote d'une bourse canadienne et d'une bourse américaine (les « titres intercotés ») et les titres inscrits à la cote d'une bourse canadienne mais non à celle d'une bourse américaine (les « titres non intercotés »).

#### Résumé du projet de modification

Le projet de modification modifierait l'article 6.6.1 du règlement de façon à plafonner les frais de négociation active des titres non intercotés à 0,0017 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est supérieur ou égal à 1 \$.

<sup>1</sup> Les frais de négociation active s'entendent des frais appliqués pour l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur un marché en particulier.

### **Points d'intérêt local**

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières sont publiés avec le présent avis.

### **Annexe**

L'Annexe A du présent avis présente le contexte et une description du projet de modification.

### **Pouvoir réglementaire**

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

### **Consultation**

Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 6 juillet 2016. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

### **Transmission des commentaires**

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

British Columbia Securities Commission  
Alberta Securities Commission  
Financial and Consumer Affairs Authority of 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.

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

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

### Publication des commentaires reçus

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 certains sites Web des ACVM. Il importe que les intervenants précisent en quel nom ils présentent leur mémoire.

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

### Questions

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

Serge Boisvert Conseiller en réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca">serge.boisvert@lautorite.qc.ca</a>	Roland Geiling Analyste en dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca">roland.geiling@lautorite.qc.ca</a>
---	--

Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:tstern@osc.gov.on.ca">tstern@osc.gov.on.ca</a>	Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:abazavan@osc.gov.on.ca">abazavan@osc.gov.on.ca</a>
Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:tbaikie@osc.gov.on.ca">tbaikie@osc.gov.on.ca</a>	Louis-Philippe Pellegrini Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:lpellegrini@osc.gov.on.ca">lpellegrini@osc.gov.on.ca</a>
Paul Redman Principal Economist, Strategy & Operations Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:predman@osc.gov.on.ca">predman@osc.gov.on.ca</a>	Kathleen Blevins Senior Legal Counsel Alberta Securities Commission <a href="mailto:kathleen.blevins@asc.ca">kathleen.blevins@asc.ca</a>
Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission <a href="mailto:sasha.cekerevac@asc.ca">sasha.cekerevac@asc.ca</a>	Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission <a href="mailto:bsinclair@bcsc.bc.ca">bsinclair@bcsc.bc.ca</a>

## ANNEXE A

### Contexte et description du projet de modification

Le 15 mai 2014, les ACVM ont publié pour consultation des projets de modification du règlement qui prévoyaient notamment le plafonnement des frais de négociation des titres cotés (l'« avis de 2014 »)<sup>1</sup>. Les plafonds proposés visaient à répondre aux préoccupations exprimées par des participants au marché concernant les conséquences du régime de protection des ordres (RPO) sur leurs frais de négociation active, étant donné que celui-ci les oblige à négocier les ordres au meilleur cours affiché, sans égard aux frais facturés par les marchés qui les affichent.

Dans un avis distinct publié aujourd'hui, les ACVM présentent la version définitive des projets de modification publiés avec l'avis de 2014. Par conséquent, en ce qui concerne les titres de capitaux propres et parts de fonds négociés en bourse dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus, les frais de négociation active seront plafonnés à 0,0030 \$ par action ou part négociée à compter du 6 juillet 2016. On trouvera davantage de renseignements dans l'avis de publication des ACVM publié en même temps que le présent avis.

Dans l'avis de 2014, nous indiquions que le plafond de 0,0030 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus correspondait au plafond en vigueur aux États-Unis en vertu de la Rule 610(c) du Regulation National Market System (NMS). Nous avons proposé ce plafond parce qu'il est le montant de référence établi par la Securities and Exchange Commission des États-Unis pour l'application d'obligations analogues de protection des ordres.

Nous reconnaissons toutefois dans l'avis de 2014 que, selon certains, le plafond des frais de négociation aux États-Unis pour les titres dont le cours s'établit 1 \$ ou plus était trop élevé. Ces préoccupations transparaissaient également dans les commentaires reçus en réponse à l'avis de 2014, des intervenants ayant fait valoir que le plafond ne tenait pas compte du fait que le cours moyen des titres canadiens est moins élevé que celui des titres américains.

Nous prenons acte de l'opinion des intervenants qui préconisent un plafond moins élevé. Cependant, comme notre marché est fortement intégré à celui des États-Unis et que l'activité de négociation sur les titres intercotés est importante, nous craignons les répercussions négatives que l'établissement d'un plafond sur les frais de négociation des titres intercotés qui différerait considérablement des plafonds comparables aux États-Unis pourrait avoir sur le marché canadien. Les fournisseurs de liquidités étant sensibles aux rabais qu'ils reçoivent pour afficher des ordres sur certains marchés, une diminution des frais facturés par ces marchés se traduirait également par une baisse des rabais offerts. Si la différence entre les rabais offerts au Canada et ceux offerts aux États-Unis pour les titres intercotés était trop grande, il pourrait s'ensuivre un

---

<sup>1</sup> Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, volume 11, n° 19 du 15 mai 2014.

déplacement de liquidités vers les marchés américains et un élargissement des écarts sur les marchés canadiens.

Cependant, les préoccupations susmentionnées ne s'appliquent pas aux titres non intercotés, et pour établir la méthode devant nous permettre de répondre à certaines de celles exprimées sur les frais de négociation, nous avons tenu compte des commentaires reçus en réponse à l'avis de 2014, en particulier celui voulant que les frais de négociation devraient être fonction de la valeur des actions négociées. Nous avons calculé le cours moyen pondéré en fonction du volume des titres intercotés<sup>2</sup> et constaté que le plafond de 0,0030 \$ pour ces titres représente 1,2 point de base. Nous avons ensuite effectué ce calcul pour les titres non intercotés et appliqué le même équivalent en points de base. Les résultats sont présentés dans le tableau ci-dessous.

	<b>Cours moyen pondéré en fonction du volume</b>	<b>Plafond des frais de négociation</b>	<b>Équivalent en points de base</b>
Titres intercotés	25,26 \$	0,0030 \$ par action ou part	1,2 pb
Titres non intercotés	14,30 \$	0,0017 \$ par action ou part	1,2 pb

Le projet de modification plafonnerait les frais de négociation active des titres non intercotés à 0,0017 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est supérieur ou égal à 1 \$. Si le projet de modification était approuvé, le plafond de 0,0030 \$ par action ou part continuerait de s'appliquer aux titres intercotés dont le cours s'établit 1 \$ ou plus.

<sup>2</sup> Le cours moyen pondéré en fonction du volume est calculé du 29 juin 2014 au 28 juin 2015.

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

Loi sur les valeurs mobilières  
(chapitre V-1.1, art. 331.1, par. 3.1°, 32°, 32.0.1° et 34°)

1. Le Règlement 23-101 sur les règles de négociation (chapitre V-1.1, r. 6) est modifié par l'insertion, après l'article 6.6, du suivant :

**« 6.6.1. Les frais de négociation**

1) Dans le présent article, on entend par :

« fonds négocié en bourse » : un organisme de placement collectif dont les parts remplissent les conditions suivantes :

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

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

« titre intercoté » : un titre coté qui est inscrit à la cote d'une bourse reconnue et d'une bourse qui est une *national securities exchange* aux États-Unis d'Amérique.

2) Aucun marché assujéti à l'article 7.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (chapitre V-1.1, r. 5) ne peut exiger de frais plus élevés que les suivants pour l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur le marché :

a) dans le cas d'un titre intercoté :

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

ii) 0,0004 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est inférieur à 1 \$;

b) dans le cas un titre qui n'est pas un titre intercoté :

i) 0,0017 \$ par titre de capitaux propres ou part de fonds négocié en bourse dont le cours d'exécution est supérieur ou égal à 1 \$;

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

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

**Draft Regulation**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, pars. (3.1), (32), (32.0.1) and (34), and s. 331.2)

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

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

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

**Request for comment**

Comments regarding the above may be made in writing by **July 6, 2016**, to the following:

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

**Additional Information**

Further information is available from:

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

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

**April 7, 2016**

Canadian Securities  
AdministratorsAutorités canadiennes  
en valeurs mobilières

## CSA Notice and Request for Comment

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

April 7, 2016

#### Introduction

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) are publishing for comment a draft *Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) (the Draft Amendments).

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

[www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)  
[www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)  
[www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca)  
[www.gov.ns.ca/nssc](http://www.gov.ns.ca/nssc)  
[www.fcnb.ca](http://www.fcnb.ca)  
[www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca)  
[www.fcaa.gov.sk.ca](http://www.fcaa.gov.sk.ca)  
[www.msc.gov.mb.ca](http://www.msc.gov.mb.ca)

#### Substance and Purpose

The substance and purpose of the Draft Amendments is to amend Regulation 23-101 to lower the active trading fee cap<sup>1</sup> applicable to trading in certain securities. In setting out the maximum fee that can be applied to the execution of an order entered to execute against displayed volume, the Draft Amendments would distinguish between securities that are listed on both a Canadian and a U.S. exchange (Inter-listed Securities) and securities that are listed on a Canadian exchange, but not listed on a U.S. exchange (Non-Inter-listed Securities).

#### Summary of the Draft Amendments

The Draft Amendments would amend section 6.6.1 of Regulation 23-101 to cap active trading fees for Non-Inter-listed Securities at \$0.0017 per security traded for an equity security or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of the security or unit traded is greater than or equal to \$1.00.

---

<sup>1</sup> An active trading fee refers to the fee applied for executing an order that was entered to execute against a displayed order on a particular marketplace.

## **Local Matters**

Certain jurisdictions are publishing other information required by local securities legislation with this notice.

## **Annex**

The background and a description of the Draft Amendments are set out in Annex A to this notice.

## **Authority of the Draft Amendments**

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

## **Deadline for Comments**

Please submit your comments to the Draft Amendments, in writing, on or before July 6, 2016. If you are not sending your comments by email, please send a CD containing the submissions (in Microsoft Word format).

## **Where to Send Your Comments**

Address your submission to all of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission  
Alberta Securities Commission  
Financial and Consumer Affairs Authority of 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 listed below. Your comments will be distributed to the other participating CSA jurisdictions.

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

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

### Comments Received will be Publicly Available

Please note that we cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of 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 email and address, may appear on certain CSA web sites. 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 web site at [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca) and on the Ontario Securities Commission web site at [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

### Questions

Please refer your questions to any of the following:

Serge Boisvert Senior Policy Advisor Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca">serge.boisvert@lautorite.qc.ca</a>	Roland Geiling Derivatives Product Analyst Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca">roland.geiling@lautorite.qc.ca</a>
Tracey Stern Manager, Market Regulation Ontario Securities Commission <a href="mailto:tstern@osc.gov.on.ca">tstern@osc.gov.on.ca</a>	Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Ontario Securities Commission <a href="mailto:abazavan@osc.gov.on.ca">abazavan@osc.gov.on.ca</a>

Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Ontario Securities Commission <a href="mailto:tbaikie@osc.gov.on.ca">tbaikie@osc.gov.on.ca</a>	Louis-Philippe Pellegrini Legal Counsel, Market Regulation Ontario Securities Commission <a href="mailto:lpellegrini@osc.gov.on.ca">lpellegrini@osc.gov.on.ca</a>
Paul Redman Principal Economist, Strategy & Operations Ontario Securities Commission <a href="mailto:predman@osc.gov.on.ca">predman@osc.gov.on.ca</a>	Kathleen Blevins Senior Legal Counsel Alberta Securities Commission <a href="mailto:kathleen.blevins@asc.ca">kathleen.blevins@asc.ca</a>
Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission <a href="mailto:sasha.cekerevac@asc.ca">sasha.cekerevac@asc.ca</a>	Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission <a href="mailto:bsinclair@bcsc.bc.ca">bsinclair@bcsc.bc.ca</a>

## ANNEX A

### Background and description of the Proposed Amendments

On May 15, 2014, the CSA published for comment proposed amendments to Regulation 23-101 that would, amongst other changes, introduce trading fee caps for exchange-traded securities (the 2014 Notice).<sup>1</sup> The fee caps were proposed to address concerns raised by marketplace participants related to the implications of the Order Protection Rule (OPR) on their active trading fee costs, given that OPR necessitates that marketplace participants trade with the best-priced displayed orders, regardless of the level of trading fees charged by marketplaces displaying those orders.

In a separate notice published today, the CSA has finalized the amendments proposed in the 2014 Notice. As a result, for equity securities and exchange-traded funds priced at or above \$1.00, an active trading fee cap of \$0.0030 per share or unit traded will come into force on July 6, 2016. For further details, please refer to the CSA Notice of Approval published concurrently with this notice.

In the 2014 Notice we indicated that the \$0.0030 per share fee cap for securities priced at or above \$1.00 was set at the same level as the cap set in the U.S. under Rule 610(c) of Regulation National Market System (NMS). We proposed this cap because it is an established benchmark that was created by the U.S. Securities and Exchange Commission in the context of similar order protection requirements.

However, in the 2014 Notice we acknowledged that the U.S. trading fee cap for securities priced at or above \$1.00 was considered by some to be too high. These concerns were also reflected in the comments received to the 2014 Notice where a number of commenters indicated that the cap was not reflective of the lower average price of Canadian securities relative to the average price of U.S. securities.

We recognize the views of some stakeholders that the fee cap should be lower. However, our market is highly integrated with the U.S. and there is significant trading activity in Inter-listed Securities. As a result, we are concerned about the potential negative consequences for the Canadian market from establishing a trading fee cap for Inter-listed Securities that is significantly different than comparable regulatory requirements in the U.S. As liquidity providers are sensitive to rebates they receive for posting orders on certain marketplaces, a decrease in fees charged by those marketplaces would also result in a decrease in rebates available to liquidity providers. If the difference in rebates between Canada and the U.S. for Inter-listed Securities was too large, a shift of liquidity to U.S. marketplaces and widening spreads on Canadian marketplaces could result.

However, the concerns noted above do not apply for Non-Inter-listed Securities and in determining a method by which we could address some of the concerns raised in relation to trading fee costs, we considered the comments received to the 2014 Notice,

---

<sup>1</sup> Published in the *Bulletin de l'Autorité des marchés financiers*, volume 11, No. 19 of May 15, 2014.

specifically that the trading fee should reflect the value of the stocks traded. We calculated the volume-weighted average price for Inter-listed Securities<sup>2</sup> and found that the \$0.0030 cap for Inter-listed Securities represents 1.2 basis points. We then calculated the volume-weighted average price for Non-Inter-listed Securities and applied the same basis point equivalent. The results are illustrated in the table below.

	<b>Volume-Weighted Average Price</b>	<b>Trading Fee Cap</b>	<b>Basis Point Equivalent</b>
Inter-listed Securities	\$25.26	\$0.0030 per share or unit	1.2 bps
Non-Inter-listed Securities	\$14.30	\$0.0017 per share or unit	1.2 bps

The Proposed Amendments would cap active trading fees for Non-Inter-listed Securities at \$0.0017 per security traded for an equity security or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of the security or unit traded is greater than or equal to \$1.00. If the Proposed Amendments are approved, the \$0.0030 per share or unit cap would continue to apply to Inter-listed Securities priced at or above \$1.00.

---

<sup>2</sup> The volume-weighted average price is calculated from June 29, 2014 to June 28, 2015.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES**

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331, par. (3.1), (32), (32.0.1) and (34))

**1.** Regulation 23-101 respecting Trading Rules (chapter V-1.1, r. 6) is amended by inserting, after section 6.6, the following:

**“6.6.1. Trading Fees**

(1) In this section

“exchange-traded fund” means a mutual fund,

(a) the units of which are listed securities or quoted securities, and

(b) that is in continuous distribution in accordance with applicable securities legislation; and

“inter-listed security” means an exchange-traded security that is listed on a recognized exchange and on an exchange that is a national securities exchange in the United States of America.

(2) A marketplace that is subject to section 7.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (chapter V-1.1, r. 5) must not charge a fee for executing an order that was entered to execute against a displayed order on the marketplace,

(a) for an inter-listed security,

(i) that is greater than \$0.0030 per security traded for an equity security, or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of each security or unit traded is greater than or equal to \$1.00, and

(ii) that is greater than \$0.0004 per security traded for an equity security, or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of each security or unit traded is less than \$1.00; or

(b) for a security that is not an inter-listed security,

(i) that is greater than \$0.0017 per security traded for an equity security, or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of each security or unit traded is greater than or equal to \$1.00, and

(ii) that is greater than \$0.0004 per security traded for an equity security, or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of each security or unit traded is less than \$1.00.”

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

## 7.2.2. Publication

### Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation – Régime de protection des ordres

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») publie le texte révisé, en versions française et anglaise, du règlement suivant :

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

Vous trouverez également ci-joint au présent bulletin, le texte révisé, en versions française et anglaise, de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* en version soulignée.

Au Québec, le règlement sera pris en vertu de l'article 331.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* et sera approuvé, avec ou sans modification, par le ministre des Finances. Le règlement entrera en vigueur à la date de sa publication à la *Gazette officielle du Québec* ou à une date ultérieure qu'il indique, tandis que l'instruction générale sera adoptée sous forme d'instruction et prendra effet de façon concomitante à l'entrée en vigueur du règlement.

### Renseignements additionnels

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

Serge Boisvert  
Analyste à la réglementation  
Direction des bourses et des OAR  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4358  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
[serge.boisvert@lautorite.qc.ca](mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca)

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

**Le 7 avril 2016**

Canadian Securities  
AdministratorsAutorités canadiennes  
en valeurs mobilières

**Avis de publication des ACVM**  
***Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation***  
***Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation***

**Le 7 avril 2016**

**Introduction**

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») ont approuvé des modifications au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « règlement ») et à l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (l'« instruction générale ») (collectivement, les « modifications »), et mettent la dernière main à une méthode de surveillance réglementaire des droits relatifs aux données de marché (la « méthode d'examen des droits relatifs aux données »).

Les modifications, ainsi que d'autres éléments d'information pertinents, sont publiés avec le présent avis et peuvent être consultés sur les sites Web de divers membres des ACVM, notamment :

[www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)  
[www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)  
[www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca)  
[www.gov.ns.ca/nssc](http://www.gov.ns.ca/nssc)  
[www.fcnb.ca](http://www.fcnb.ca)  
[www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca)  
[www.fcaa.gov.sk.ca](http://www.fcaa.gov.sk.ca)  
[www.msc.gov.mb.ca](http://www.msc.gov.mb.ca)

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications entreront en vigueur le 6 juillet 2016, sauf celles concernant le seuil de part de marché, qui entreront en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2016.

**Objet**

Les modifications visent à mettre à jour le règlement et l'instruction générale en fonction de l'application du régime de protection des ordres (RPO) et en réponse à des faits nouveaux sur les marchés. Elles adaptent le cadre réglementaire de façon à conserver les principes fondamentaux du RPO, mais règlent certaines questions d'inefficiences et de coûts découlant de la mise en œuvre de ce dernier. En outre, elles ajoutent dans l'instruction générale des indications relatives à l'application du RPO aux cas où un marché a instauré un délai intentionnel.

## Contexte

À la suite d'un examen du RPO, les ACVM ont publié des projets de modification du règlement et de l'instruction générale le 15 mai 2014 (l'« avis de 2014 »)<sup>1</sup>. Après examen des commentaires reçus dans le cadre de la première consultation, nous avons apporté des changements mineurs à certains aspects des projets. Pour de plus amples renseignements sur l'objet des projets de modification, se reporter à l'avis de 2014.

De plus, le 12 juin 2015, nous avons publié un projet de modification de l'instruction générale en réponse à des changements apportés à la fonctionnalité de certains marchés (l'« avis de 2015 »)<sup>2</sup>. Ces changements imposent des délais dans la saisie des ordres dans le moteur de négociation du marché, ce qui aurait comme conséquence d'empêcher pendant un certain temps l'exécution immédiate des ordres soumis contre le volume affiché. L'introduction de ces délais, appelés communément des « ralentisseurs », a soulevé la question de savoir si le RPO devrait s'appliquer aux ordres affichés sur ces marchés. En réponse aux commentaires reçus à l'égard de l'avis de 2015, nous avons apporté des changements mineurs au libellé proposé à l'origine. Pour de plus amples renseignements, se reporter à l'avis de 2015.

## Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

En réponse à l'avis de 2014 et à l'avis de 2015, nous avons reçu respectivement 27 et 14 mémoires. Nous avons étudié les commentaires des intervenants et les remercions de leur participation. Le nom des intervenants et un résumé des commentaires, accompagnés de nos réponses, sont présentés en Annexe B et en Annexe C du présent avis. Les mémoires peuvent être consultés au [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca).

## Résumé des modifications et changements notables

L'Annexe A du présent avis contient un résumé des modifications ainsi qu'une description des changements notables apportés aux modifications proposées dans l'avis de 2014 et l'avis de 2015.

## Points d'intérêt local

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières sont publiés avec le présent avis.

## Annexes

- A. Résumé des modifications et changements notables
- B. Liste des intervenants sur les projets de modification publiés le 15 mai 2014 et celui publié le 12 juin 2015

<sup>1</sup> Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, volume 11, n° 19 du 15 mai 2014.

<sup>2</sup> Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, volume 12, n° 24 du 18 juin 2015.

- C. Résumé des commentaires reçus à l'égard de l'avis de 2014 et de l'avis de 2015, accompagné des réponses des ACVM
- D. Méthode d'examen des droits relatifs aux données

### Questions

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

<p>Serge Boisvert Analyste à la réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca">serge.boisvert@lautorite.qc.ca</a></p>	<p>Roland Geiling Analyste en dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca">roland.geiling@lautorite.qc.ca</a></p>
<p>Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:tstern@osc.gov.on.ca">tstern@osc.gov.on.ca</a></p>	<p>Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:tbaikie@osc.gov.on.ca">tbaikie@osc.gov.on.ca</a></p>
<p>Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:abazavan@osc.gov.on.ca">abazavan@osc.gov.on.ca</a></p>	<p>Louis-Philippe Pellegrini Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:lpellegrini@osc.gov.on.ca">lpellegrini@osc.gov.on.ca</a></p>
<p>Paul Redman Principal Economist, Strategy &amp; Operations Commission des valeurs mobilières de l'Ontario <a href="mailto:predman@osc.gov.on.ca">predman@osc.gov.on.ca</a></p>	<p>Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission <a href="mailto:lynn.tsutsumi@asc.ca">lynn.tsutsumi@asc.ca</a></p>
<p>Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission <a href="mailto:sasha.cekerevac@asc.ca">sasha.cekerevac@asc.ca</a></p>	<p>Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission <a href="mailto:bsinclair@bcsc.bc.ca">bsinclair@bcsc.bc.ca</a></p>

## ANNEXE A

### Résumé des modifications et des changements notables

La présente annexe contient un résumé des modifications et une description des changements notables apportés aux projets de modification publiés dans l'avis de 2014 et l'avis de 2015. Elle fournit en outre des précisions sur d'autres questions relatives aux modifications. L'information y est présentée sous les rubriques suivantes :

1. Seuil de part de marché
2. Ordres figés ou croisés
3. Frais de négociation
4. Délais intentionnels dans le traitement des ordres
5. Méthode d'examen des droits relatifs aux données
6. Obligations de meilleure exécution et communication d'information
7. Étude pilote sur l'interdiction des marchés de payer des rabais

Dans la présente annexe, on entend par « marchés protégés » les marchés qui affichent des ordres protégés en vertu du RPO et par « marchés non protégés » les marchés n'affichant pas d'ordres protégés.

#### 1. Seuil de part de marché

Nous demeurons d'avis que le RPO est un élément précieux du cadre réglementaire, mais reconnaissons toutefois que son application actuelle a introduit des inefficiences et des coûts. De plus, nous estimons que le règlement procure une forme de soutien aux marchés en exigeant que les participants au marché aient accès directement ou indirectement à tous les marchés protégés et paient les coûts qui y sont associés. Les modifications laisseront aux participants au marché la latitude nécessaire pour déterminer si et quand ils doivent accéder à la négociation sur certains marchés en limitant l'application du RPO aux ordres affichés sur les marchés qui atteignent le seuil de part de marché établi par les ACVM.

Les avis exprimés en réponse à la publication de l'avis de 2014 sont partagés en ce qui a trait au seuil de part de marché. Les partisans de cette solution n'appuient pas unanimement le seuil précis proposé, certains ayant présenté des arguments en faveur d'un pourcentage plus élevé et d'autres, plus bas. Nombre d'intervenants ont indiqué que tout pourcentage appliqué serait arbitraire. Les opposants s'inquiètent des répercussions sur la concurrence et de la complexité accrue qu'elle créerait sur les

marchés, du fait que certains marchés visibles afficheraient des ordres protégés en vertu du RPO et d'autres des ordres non protégés.

Nous prenons acte des préoccupations exprimées dans certains des mémoires présentés. Cependant, après examen de tous les commentaires reçus, nous estimons que l'établissement d'un seuil est la méthode la plus pertinente actuellement pour équilibrer les avantages du RPO et les coûts associés à son application.

Nous demeurons favorables à la concurrence entre les marchés, mais estimons que les avantages qui en découlent devraient se réaliser en accordant aux utilisateurs de services des marchés une certaine latitude dans la décision d'accéder ou non aux marchés et de payer ou non pour leurs services. Cela est particulièrement vrai lors du lancement de nouveaux marchés visibles au Canada, auxquels les participants sont actuellement tenus de se connecter ou d'accéder immédiatement pour s'assurer de respecter le RPO.

Le seuil de part de marché sera établi initialement dans chaque territoire par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières, à 2,5 %, calculé selon la moyenne de la part du volume et de la valeur ajustés<sup>1</sup> des opérations (pondérés également) sur un an<sup>2</sup>, et appliquée au niveau du marché ou du mécanisme si un marché comporte plusieurs marchés ou mécanismes visibles<sup>3</sup>. Les opérations suivantes ne seraient pas prises en compte dans le calcul de la part de marché :

- les opérations sur des ordres passifs invisibles;
- la partie non interposée des applications intentionnelles<sup>4</sup>;
- les opérations sur les marchés ou mécanismes au fixage (y compris les mécanismes au fixage existants qui déterminent le cours d'ouverture et de clôture);
- les opérations sur lots irréguliers;
- les opérations auto-exécutées en exécution des obligations des teneurs de marché ou à l'exercice de droits de participation;
- les opérations sur des ordres assortis de conditions particulières.

Les ordres affichés sur une bourse reconnue qui n'atteint pas le seuil de part de marché seront protégés, mais seulement pour les titres qui y sont inscrits à la cote et négociés. Dans ces circonstances, de façon similaire à l'application du seuil de part de marché, la protection des ordres affichés visant des titres inscrits à la cote d'une bourse reconnue

<sup>1</sup> Le volume et la valeur des opérations seront ajustés pour en exclure certaines opérations.

<sup>2</sup> Le volume et la valeur seront calculés en fonction de l'ensemble du marché, plutôt que séparément par marché d'inscription.

<sup>3</sup> Certains marchés ont actuellement des registres visibles distincts d'enchères en continu auxquels le seuil de part de marché sera appliqué séparément.

<sup>4</sup> Sur certains marchés, un ordre déjà saisi par un courtier au même cours qu'une application intentionnelle qu'il exécute peut « s'interposer » dans celle-ci. Étant donné que l'ordre interposé serait protégé en vertu du RPO, il serait inclus dans le calcul de la part de marché.

s'appliquera au niveau de chaque marché ou mécanisme de la bourse si celle-ci comporte plusieurs marchés ou mécanismes.

i) Calcul du seuil de part de marché

Une fois le seuil établi dans chaque territoire par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières, la part de marché et la liste des marchés protégés seront rendus publics sur les sites Web des ACVM et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM). Le calcul initial pour les marchés protégés prendra effet pour une période de six mois et sera publié la première semaine de juin 2016. Il entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2016 et reposera sur les données sur les opérations du 1<sup>er</sup> juin 2015 au 31 mai 2016.

Après la période initiale, l'application du RPO aux ordres affichés, en ce qui a trait au seuil de part de marché, sera effective pendant une période d'un an et fera l'objet d'un renouvellement annuel, et ce, de façon continue. Les participants au marché disposeront d'un délai d'environ trois mois après la publication de chaque liste pour faciliter tout changement opérationnel requis. Les critères servant au calcul du seuil ainsi que le processus de communication de la liste des marchés protégés pendant la période effective seront également rendus publics, et tout changement au seuil de part de marché sera apporté par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières et sera annoncé publiquement au moyen d'un avis du personnel des ACVM.

Par souci de commodité, le tableau ci-dessous indique la période initiale de 6 mois et la période de référence, ainsi que le calendrier des calculs annuels par la suite.

	Période de calcul	Date de publication de la liste des marchés protégés	Date d'entrée en vigueur
Mise en œuvre initiale	Données sur les opérations du 1 <sup>er</sup> juin 2015 au 31 mai 2016	La première semaine de juin 2016	Du 1 <sup>er</sup> octobre 2016 au 31 mars 2017
Première application à tous les ordres	Données sur les opérations du 1 <sup>er</sup> janvier 2016 au 31 décembre 2016	Au plus tard le 15 janvier 2017	Le 1 <sup>er</sup> avril 2017
Mise en œuvre continue	Données sur les opérations du premier au dernier jour de l'année, tous les ans	Annuellement, au plus tard le 15 janvier de chaque année	Annuellement, le 1 <sup>er</sup> avril

ii) Examen continu de l'incidence du seuil

Nous avons l'intention d'exercer une surveillance continue de l'incidence du seuil. Nous comptons effectuer un examen de l'incidence du seuil de part de marché et des économies qui en découleront, et du pourcentage auquel il est établi, une fois que les données sur un an seront disponibles et analysables.

iii) Changements aux projets de modification présentés dans l'avis de 2014

Dans l'avis de 2014, nous proposons de fixer le seuil de part de marché à 5 %. Comme il est indiqué ci-dessus, les commentaires reçus à ce propos étaient partagés. À la suite des commentaires reçus dans le cadre de la consultation publique et de discussions au sein des ACVM, nous avons l'intention de fixer le seuil de part de marché à 2,5 %, calculé selon la moyenne de la part du volume et de la valeur ajustés des opérations, pondérés également.

Ce seuil inférieur permettra de remédier à certaines des préoccupations relatives aux répercussions possibles sur la concurrence, tout en fixant le niveau de base de l'activité de négociation à compter duquel les ordres affichés seront protégés. Ce seuil laissera aux courtiers un certain choix concernant les nouveaux marchés et ceux en dessous du seuil.

## 2. Ordres figés ou croisés

Les dispositions de l'article 6.5 du règlement relatives aux ordres figés ou croisés seront limitées dans leur application aux « ordres protégés ». Ce changement n'empêchera pas les participants au marché de saisir des ordres sur des marchés protégés qui figeraient ou croiseraient un ordre sur un marché non protégé.

## 3. Frais de négociation

Les modifications plafonneront les frais de négociation active facturés par les marchés<sup>5</sup>. Comme il était proposé dans l'avis de 2014, le plafond s'appliquera à la négociation de titres de capitaux propres et de parts de fonds négociés en bourse (FNB) aux enchères en continu et sera fixé à 0,0030 \$ par action ou part négociée pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus, et à 0,0004 \$ par action ou part négociée pour les titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$.

L'avis de 2014 indiquait également que le plafond de 0,0030 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus correspond à celui en vigueur aux États-Unis en vertu de la Rule 610(c) du Regulation National Market System. Nous reconnaissons que le plafond des frais de négociation excède les frais que facturent actuellement la plupart des marchés canadiens et prenons acte des commentaires reçus dans le cadre de la consultation publique selon lesquels le plafond est trop élevé. Nous avons décidé de conserver le plafond proposé de façon à plafonner provisoirement les frais de négociation active pendant que nous étudierons les autres étapes qui nous permettraient de régler la question du niveau des frais de négociation au Canada.

Nous prenons acte de l'avis des intervenants qui jugent que le plafond devrait être moins élevé. Cependant, comme notre marché est fortement intégré à celui des

<sup>5</sup> Dans le cadre des modifications, les « frais de négociation active » s'entendent des frais exigés par les marchés pour exécuter un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur ce marché aux enchères en continu.

États-Unis et que l'activité de négociation visant les titres inscrits à la fois au Canada et aux États-Unis (les « titres intercotés ») est significative, nous craignons les répercussions négatives que l'établissement d'un plafond sur les frais de négociation des titres intercotés qui serait considérablement différent des plafonds comparables aux États-Unis pourrait avoir sur le marché canadien. Comme les fournisseurs de liquidité sont sensibles aux rabais qu'ils reçoivent pour afficher des ordres sur certains marchés, une diminution des frais facturés par ces marchés se traduirait par une baisse des rabais consentis également. Si l'écart entre les rabais consentis au Canada et aux États-Unis sur des titres intercotés était trop grand, il pourrait s'ensuivre un déplacement des liquidités vers les marchés américains et un élargissement des écarts sur les marchés canadiens.

Cependant, en plus des plafonds approuvés dans le cadre des modifications, nous publions aujourd'hui un avis distinct sollicitant des commentaires sur une révision du plafond des frais de négociation active, qui ne serait applicable qu'aux titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus et qui sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne, mais pas à celle d'une bourse américaine par ailleurs (les « titres non intercotés »). Le plafond proposé pour ces titres s'élèverait à 0,0017 \$ par action (on trouvera de l'information plus détaillée dans cet avis). Après approbation du plafond inférieur pour les titres non intercotés, le plafond des frais de négociation active de 0,0030 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus ne s'appliquerait qu'aux titres intercotés.

#### **4. Délais intentionnels dans le traitement des ordres**

Comme il est indiqué ci-dessus, l'avis de 2015 présentait un projet de modification de l'instruction générale portant sur la mise en place, par les marchés, de « ralentisseurs » destinés à retarder la saisie des ordres dans le moteur de négociation. Nous proposons d'ajouter dans l'instruction générale des indications relatives au RPO selon lesquelles les ordres affichés sur un marché qui impose un délai intentionnel dans le traitement des ordres ayant pour effet d'empêcher l'exécution immédiate d'un ordre contre le volume affiché ne seraient pas considérés comme des « ordres protégés » au sens du règlement.

Après examen des commentaires reçus, nous apportons à ces propositions certains changements mineurs en vue de clarifier le libellé de la modification à la demande de certains intervenants. Ces changements visent à améliorer la clarté de l'interprétation de l'expression « fonctionnalité de négociation automatisée » dans le règlement et à préciser les types de facteurs sur lesquels on établit si un marché offre l'option de faire exécuter l'ordre « immédiatement ».

#### **5. Méthode d'examen des droits relatifs aux données**

Afin de prévoir un processus transparent de surveillance réglementaire des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés aux professionnels, nous mettons la dernière main à la méthode d'examen des droits relatifs aux données

proposée dans l'avis de 2014 et l'adoptons officiellement. Elle est actuellement utilisée de façon informelle dans l'examen de ces droits en Ontario.

Comme il est indiqué dans l'avis de 2014, la méthode d'examen des droits relatifs aux données permet d'estimer des droits ou une fourchette de droits pour les données à la tête du registre (niveau 1) et de profondeur du registre (niveau 2) de chaque marché en fonction de la contribution de celui-ci à la formation des cours et de son activité de négociation.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données comporte trois étapes :

- le calcul des mesures avant et après les opérations
- l'établissement d'un classement relatif des marchés;
- une estimation des droits ou de la fourchette de droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels par chaque marché en fonction d'un montant de référence.

Dans les cas pertinents, les mesures avant les opérations comprendront les cours affichés sur tous les marchés canadiens, que les ordres soient considérés comme protégés ou non protégés pour l'application du RPO.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données servira à évaluer la valeur relative des listes de données de marché fournies en temps réel par chaque marché à ses abonnés professionnels, et sera appliquée dans les contextes suivants :

- a) un examen annuel des droits facturés aux professionnels pour les listes de données de niveau 1 et 2 et une approbation préalable pour les frais jugés déraisonnablement élevés;
- b) l'examen et l'approbation de toute modification aux droits relatifs aux données de niveau 1 et 2 proposée par les marchés.

Le paragraphe 5 de l'article 3.2 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* oblige les bourses reconnues et les systèmes de négociation parallèle (SNP) à déposer une version mise à jour et consolidée du formulaire prévu à l'Annexe 21-101A1 ou 21-101A2 dans les 30 jours suivant la fin de chaque année civile. En Ontario, la CVMO appliquera la méthode d'examen aux droits relatifs aux données de marché de niveau 1 et 2 facturés aux professionnels et présentés dans le document consolidé conformément à l'Annexe L – *Droits* dans le but d'établir si ces droits excèdent la fourchette révélée au moyen de la méthode.

La méthode d'examen des droits relatifs aux données s'appliquera à tous les marchés, qu'ils soient protégés ou non, parce que nous estimons approprié de maintenir un certain degré de surveillance et de garantir un équilibre constant sur tous les marchés entre la valeur établie selon la méthode et les frais associés qui sont facturés pour les

données. Cela est particulièrement important lorsqu'il s'agit de respecter les obligations de meilleure exécution applicables.

i) **Changements apportés à la méthode d'examen des droits relatifs aux données**

Nous signalons que même si l'approche générale des droits relatifs aux données de marché n'a pas changé par rapport à celle proposée dans l'avis de 2014, nous avons modifié la méthode d'examen des droits relatifs aux données de la façon indiquée ci-dessous pour tenir compte des commentaires des intervenants et de nos observations. Pour de l'information plus détaillée, on se reportera à l'annexe A-2 de l'avis de 2014 et à l'Annexe D du présent avis.

a) *Mesures avant et après les opérations*

L'annexe A-2 de l'avis de 2014 détaillait certaines mesures particulières, avant et après les opérations, qui seraient utilisées pour classer la contribution relative de chaque marché à la formation des cours et à l'activité de négociation. L'une de ces mesures, appelée « \$Temps(égal) », servirait à mesurer la contribution du marché à la profondeur de la liquidité affichée au meilleur cours acheteur et vendeur. Certains intervenants ont indiqué craindre que l'utilisation de cette mesure dans un modèle de classement ne gonfle le classement des marchés qui affichent les cours de titres non liquides et ne soit susceptible de manipulations. Compte tenu de ces craintes, cette mesure avant les opérations et le modèle de classement dans lequel elle est utilisée (voir l'analyse ci-dessous) ne feront plus partie de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

L'une des mesures après les opérations proposées, appelée « étendue de la négociation », mesurait le nombre de symboles négociés sur chaque marché. Dans l'avis de 2014, nous indiquions certains désavantages ou inconvénients de l'utilisation de cette mesure dans un modèle de classement, en particulier le fait qu'elle pourrait avantager de façon disproportionnée les marchés occupant une grande part de marché et désavantager les concurrents plus petits ou les nouveaux venus. Son utilisation pourrait aussi « pénaliser deux fois » les marchés sur lesquels tous les titres ne sont pas négociés, et elle pourrait faire l'objet de manipulations. Après un nouvel examen de la question, nous avons exclu la mesure de l'« étendue de la négociation » du modèle de classement dans lequel elle est utilisée (comme il est expliqué ci-dessous). Cependant, nous continuerons de l'utiliser de façon indépendante des modèles de classement afin de mieux comprendre la gamme de titres négociés sur chaque marché par rapport à tous les titres négociés sur l'ensemble des marchés.

b) *Modèles de classement*

L'annexe A-2 de l'avis de 2014 présentait des projets de modèles de classement relatif des marchés. L'un deux, appelé « agence de traitement de l'information – pondération

égale »<sup>6</sup>, qui utilise la mesure « \$Temps(égal) » susmentionnée, a suscité des inquiétudes. Des intervenants ont indiqué que ce modèle de classement donnerait un poids égal aux différentes mesures avant les opérations utilisées, plutôt que de faire reposer le calcul sur la valeur. De plus, ce modèle ne ferait pas de distinction entre les actions qui sont négociées fréquemment et celles qui le sont rarement, ce qui aurait pour effet de gonfler le classement des marchés qui négocient des titres non liquides. Compte tenu des préoccupations exposées, nous avons exclu ce modèle de classement de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

En ce qui concerne les modèles de classement et comme il est expliqué ci-dessus, afin de nous assurer que tous les marchés sont traités avec équité dans le processus de classement relatif, nous avons modifié la formule utilisée dans l'un des modèles de classement en particulier, appelé le « modèle 3 », dans le but précis d'exclure du calcul l'« étendue de la négociation » proposée initialement.

*c) Prix de référence provisoire*

Dans l'avis de 2014, nous indiquions également deux montants de référence (un canadien et un étranger) pouvant servir à attribuer des droits estimatifs ou une fourchette de droits estimatifs à un marché. Nous avons remarqué à cette époque que la sélection du montant de référence approprié était un élément clé de l'application adéquate de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

Nous entendons faire appel à l'externe pour nous aider à déterminer l'indicateur de référence approprié au cours des prochains mois. Entre-temps, nous appliquerons le *montant de référence canadien*, décrit dans l'avis de 2014, qui regroupe les droits relatifs aux données facturés par tous les marchés dans un « panier » et qui redistribue ensuite le montant en fonction des modèles de classement obtenus au moyen de la méthode d'examen des droits relatifs aux données.

Nous sommes d'accord avec les intervenants qui estiment que les droits actuels sont trop élevés et qu'il peut être déraisonnable de fonder un montant de référence canadien sur un montant total. Malgré cela, nous jugeons nécessaire d'instaurer officiellement la méthode d'examen des droits relatifs aux données afin de gérer les niveaux de droits existants. Même si la méthode sera utilisée dans les cas de droits jugés déraisonnablement élevés, nous n'appliquerons ni la méthode ni le montant de référence pour appuyer des hausses des droits avant qu'un indice de référence approprié n'ait été établi.

*d) Droits relatifs aux données de marché facturés aux utilisateurs non professionnels*

Nous faisons part dans l'avis de 2014 de nos réserves au sujet du niveau des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés par les marchés aux utilisateurs

<sup>6</sup> Ce modèle est fondé sur des mesures utilisées par l'agence de traitement de l'information aux États-Unis.

non professionnels au Canada. Nous indiquons également que nous envisageons soit de plafonner les droits relatifs aux données facturés aux non professionnels à un taux fixé en pourcentage des droits examinés ou approuvés pour les abonnés professionnels, soit la mise au point d'une méthode analogue à celle appliquée aux utilisateurs de données professionnels.

Nous continuerons de surveiller l'évolution de la question des droits relatifs aux données de marché facturés aux utilisateurs non professionnels et évaluerons la nécessité de prendre ou non des mesures ultérieurement.

## **6. Obligations de meilleure exécution et communication d'information**

Nous mettons la dernière main aux modifications à l'instruction générale, qui introduiront des indications visant à donner aux courtiers des précisions sur la meilleure exécution et l'accès à des marchés auxquels un courtier n'est pas tenu d'accéder pour se conformer à la réglementation.

Également sur la question de la meilleure exécution, dans l'avis de 2014, nous proposons des modifications introduisant pour les courtiers de nouvelles obligations d'information sur les politiques en matière de meilleure exécution. Cette information porte principalement sur le traitement et l'acheminement des ordres et sur les conflits d'intérêts potentiels. Elle garantirait aux clients un niveau minimal d'information pour les aider à prendre des décisions éclairées au sujet de l'utilisation des services de leur courtier.

Pour le moment, nous ne donnerons pas suite aux modifications proposées relativement à la communication par le courtier d'information sur la meilleure exécution. Le 10 décembre 2015, l'OCRCVM a publié pour consultation le document intitulé *Dispositions proposées concernant la meilleure exécution* et des indications connexes<sup>7</sup>. Les projets de modification de l'OCRCVM consistaient à mettre à jour et à regrouper les exigences en matière de meilleure exécution des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) et des règles des courtiers membres dans une seule règle des courtiers membres sur la meilleure exécution. Les mises à jour proposées aideraient les courtiers à s'acquitter de leurs obligations de meilleure exécution dans un contexte multimarché et tiendraient compte des modifications proposées par les ACVM dans l'avis de 2014.

Nous estimons que le report de la finalisation des modifications proposées dans l'avis de 2014 relativement à la communication par le courtier d'information sur la meilleure exécution nous permettra de tirer parti des commentaires reçus en réponse aux projets de modification de l'OCRCVM.

---

<sup>7</sup> Publié à l'adresse suivante : [http://www.ocrcvm.ca/Documents/2015/8df7a02c-4491-4fd0-b317-4c90bdc722a2\\_fr.pdf](http://www.ocrcvm.ca/Documents/2015/8df7a02c-4491-4fd0-b317-4c90bdc722a2_fr.pdf)

## 7. Étude pilote sur l'interdiction des marchés de payer des rabais

Dans l'avis de 2014, nous exprimions notre intention de réaliser une étude pilote sur l'effet d'une interdiction de la pratique des marchés canadiens consistant à payer des rabais. Nous indiquions que, selon nous, les paiements de rabais par les marchés ou toute autre entité modifient le comportement des participants au marché de telle sorte qu'ils peuvent contribuer à la fragmentation et à la segmentation des flux d'ordres, dénaturer les intentions qui président aux décisions d'investissement ou de négociation et entraîner chez les courtiers des conflits d'intérêts inutiles et difficiles à gérer dans leurs décisions d'acheminement.

Même si nous croyons toujours qu'une étude pilote sur l'effet possible d'une telle interdiction serait utile, des problématiques importantes ont été soulevées dans le cadre de la consultation ainsi qu'au cours de réunions de suivi avec des intervenants du secteur et des universitaires. La principale problématique a trait à l'inclusion des titres intercotés dans l'étude pilote, et sur les répercussions négatives possibles si une étude semblable n'était pas effectuée aussi aux États-Unis. Nous partageons les inquiétudes exprimées quant à la perte ou au déplacement possible de la liquidité des titres intercotés si nous devons procéder à l'étude en l'absence d'obligations réglementations similaires aux États-Unis. Nous avons envisagé la possibilité de mener une étude pilote qui exclurait les titres intercotés, mais compte tenu de l'importance de l'activité de négociation<sup>8</sup> visant ces titres en fait de volume et de valeur, nous ne sommes pas convaincus qu'elle donnerait des résultats significatifs. Nous continuerons de surveiller les tendances en matière de réglementation et de nous concerter avec nos homologues américains, et réfléchirons à la possibilité de mener une étude pilote conjointe si l'occasion se présente.

---

<sup>8</sup> Selon les données de 2015, nous estimons que la négociation de titres intercotés au Canada représente environ 28 % du volume total et environ 56 % de la valeur totale des opérations (source : Bloomberg).

**ANNEXE B****Liste des intervenants**Avis de 2014

Acumen Capital Finance Partners Limited  
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières  
BlackRock Asset Management Canada Limited  
BMO Marchés des Capitaux  
Bourse des valeurs canadiennes  
Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies  
Canadian Securities Traders Association, Inc.  
Chi-X Canada ATS Limited  
Financière Banque Nationale Inc.  
Gestion de Placements TD Inc.  
Groupe TMX Limité  
ITG Canada Corp.  
Katya Malinova et Andreas Park, Département d'économie, Université de Toronto  
La Neo Bourse Aequitas Inc.  
Leede Financial  
Liquidnet Canada  
Marchés mondiaux CIBC inc.  
Omega Securities Inc.  
RBC Dominion valeurs mobilières Inc.  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.  
RBC Marchés de Capitaux  
Scotia Capitaux Inc.  
Stikeman Elliott S.E.N.C.R.L., s.r.l.  
Tradebot Systems Inc.  
True North Vantage  
Valeurs mobilières TD  
W.D. Latimer Co. Limited

Avis de 2015

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières  
Canadian Securities Traders Association, Inc.  
Chi-X Canada ATS Limited  
Financière Banque Nationale Inc.  
Groupe TMX Limité  
ITG Canada Corp.  
KOR Group LLC  
La Neo Bourse Aequitas Inc.  
Marchés mondiaux CIBC inc.  
PI Financial Corp.  
RBC Dominion valeurs mobilières Inc.  
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.  
Scotia Capitaux Inc.  
The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies

## ANNEXE C

## Résumé des commentaires sur l'avis de 2014 et réponses des ACVM

Sujet	Résumé des commentaires	Réponse des ACVM
<p data-bbox="253 459 427 520"><b>Seuil de part de marché</b></p> <p data-bbox="253 590 459 623"><b>Niveau du seuil</b></p>	<p data-bbox="483 459 956 554">La plupart des intervenants se sont exprimés au sujet du seuil proposé, et les avis sont partagés.</p> <p data-bbox="483 590 971 848">Un certain nombre d'intervenants appuient le seuil proposé de 5 %. Ils estiment que, dans la forme proposée, le seuil offre un équilibre raisonnable et permet aux courtiers de prendre des décisions en matière de connectivité aux marchés, tout en conservant la plupart des avantages du RPO.</p> <p data-bbox="483 884 964 1205">Cependant, certains de ceux qui appuient en général l'instauration d'un seuil de part de marché expriment des inquiétudes par rapport au niveau proposé, en particulier sur la capacité des marchés non protégés d'atteindre et de maintenir un seuil de 5 %, et sur les conséquences négatives possibles sur la concurrence. Certains proposent de l'abaisser.</p> <p data-bbox="483 1241 964 1562">Un certain nombre d'intervenants s'opposent tant à l'introduction d'un seuil de part de marché qu'au niveau proposé. Ils craignent que cette approche ajoute à la complexité et nuise à la concurrence. De plus, un intervenant est d'avis qu'au niveau proposé, le seuil pourrait exacerber les problèmes que les ACVM cherchent à régler.</p>	<p data-bbox="998 590 1333 1142">Nous prenons acte du fait que les commentaires reçus au sujet du seuil de part de marché sont partagés, tant sur l'introduction d'un seuil que sur le niveau proposé. Nous demeurons toutefois d'avis que l'introduction d'un seuil est la meilleure méthode pour réaliser l'équilibre entre les avantages du RPO et certaines des inefficiences et certains des coûts qu'entraîne sa mise en œuvre.</p> <p data-bbox="998 1178 1333 1604">Dans l'avis de 2014, nous proposons un seuil de part de marché de 5 %. Compte tenu des commentaires reçus et après discussion, nous avons décidé de l'abaisser à 2,5 %. Nous estimons que ce seuil plus bas remédie à certaines des préoccupations soulevées au sujet de son incidence sur la concurrence.</p> <p data-bbox="998 1640 1323 1757">Quant à la complexité que l'introduction du seuil ajoute au système, nous signalons que l'évolution</p>

<p><b>Incidence du seuil sur la concurrence</b></p>	<p>Les avis sont partagés au sujet de l'incidence de l'introduction d'un seuil. Cependant, comme il est précisé ci-dessus, nombre d'intervenants indiquent craindre que le taux proposé de 5 % n'ait une incidence négative sur la concurrence et ne représente un obstacle à l'entrée sur le marché de nouveaux concurrents.</p>	<p>des modèles de négociation des marchés relativement aux délais de traitement des ordres a déjà entraîné des décisions réglementaires qui ont introduit dans le système une bonne part de la complexité signalée par les intervenants.</p> <p>Comme il est indiqué ci-dessus, nous abaissons le seuil de 5 % à 2,5 %. À notre avis, il est nécessaire pour établir un équilibre avec certaines inefficiences et certains coûts du RPO, mais nous prenons acte de la crainte que, dans la conjoncture actuelle des marchés canadiens, un taux de 5 % ne représente un obstacle à la concurrence.</p>
<p><b>Critères pour le calcul du seuil</b></p>	<p>Les avis sur les mesures utilisées dans le calcul du seuil sont partagés. La plupart des intervenants appuient la décision d'inclure l'activité de négociation dans le calcul, mais ils sont moins nombreux à approuver celle d'accorder le même poids au volume et à la valeur des opérations.</p>	<p>Nous pensons toujours qu'il est approprié d'accorder le même poids au volume et à la valeur des opérations afin d'obtenir un résultat plus équilibré et de tenir compte des marchés qui négocient essentiellement des titres dont la valeur est peu élevée.</p>
<p><b>Seuil de part de marché –</b></p>	<p>Certains intervenants appuient l'approche proposée à l'égard du</p>	<p>Nous sommes toujours d'avis qu'il est important</p>

<p><b>traitement des bourses d'inscription</b></p>	<p>traitement des bourses d'inscription qui n'atteignent pas le seuil de part de marché. D'autres, toutefois, expriment la crainte que des bourses ne soient ainsi incitées à inscrire des titres à leur cote pour bénéficier de la protection des ordres.</p>	<p>d'offrir la protection des ordres aux bourses reconnues qui n'atteignent pas le seuil de part de marché, mais seulement pour les titres qui sont inscrits à leur cote. Comme il était indiqué dans l'avis de 2014, nous jugeons qu'une bourse reconnue ne devrait pas être désavantagée en ce qui concerne les titres qui sont inscrits à sa cote par rapport à un marché qui négocierait un très petit volume de ces titres, mais qui, lui, atteindrait le seuil prescrit. De plus, nous appuyons le principe voulant que les bourses qui contribuent au processus de collecte de capitaux continuent de jouir de la protection des ordres.</p> <p>Nous prenons actes des préoccupations soulevées par des intervenants quant au risque que des bourses cherchent à inscrire des titres à leur cote à seule fin de bénéficier de la protection du RPO. Nous entendons surveiller les tendances futures à cet égard.</p>
<p><b>Échéancier pour le calcul de la part de marché</b></p>	<p>Les commentaires à ce sujet sont partagés, certains appuyant le calcul annuel proposé dans l'avis de 2014 et le délai de mise en œuvre de trois mois. D'autres intervenants, cependant, craignent que l'échéancier proposé pour le calcul annuel soit trop</p>	<p>Comme il est indiqué ci-dessus, nous avons abaissé le seuil de 5 % à 2,5 %, et estimons que ce nouveau taux répondra à certaines des préoccupations soulevées.</p>

	<p>long et que les marchés atteignant le seuil prescrit pendant la période annuelle doivent attendre trop longtemps avant d'obtenir la désignation de marché protégé. Certains proposent d'effectuer des vérifications plus fréquentes du seuil ou d'abaisser celui-ci.</p>	<p>Cependant, nous préconisons toujours une mesure annuelle afin de réduire les coûts pour le secteur qui pourraient découler de calculs plus fréquents et de changements à la liste des marchés protégés.</p>
<p><b>Ordres figés et croisés</b></p>	<p>Les intervenants sont partagés entre ceux souscrivant à la décision de restreindre l'application des dispositions aux ordres protégés et ceux qui s'y opposent. Certains craignent qu'elle n'ajoute à la complexité et ne crée de la confusion chez les investisseurs. D'aucuns estiment qu'un courtier ne devrait pas être autorisé à traiter des ordres qui figent ou croisent les marchés auxquels il a accès.</p>	<p>Nous estimons toujours que les cas où des ordres figeront ou croiseront le marché seront de courte durée et que c'est le compromis à faire pour atteindre les résultats visés par l'instauration du seuil de part de marché (offrant ainsi la possibilité de gérer les inefficiences et les coûts). Nous avons évalué l'autre option proposée par certains intervenants, mais sommes inquiets de l'augmentation de la complexité et des coûts liés à la surveillance de la conformité qui en découlerait.</p>
<p><b>Obligations de meilleure exécution et de communication d'information</b></p>	<p>La plupart des intervenants appuient les indications sur la meilleure exécution ajoutées dans l'instruction générale et les projets d'obligations d'information en la matière.</p>	<p>Nous prenons acte de ces commentaires. Comme nous l'avons mentionné, nous avons reporté la finalisation des projets relatifs à la meilleure exécution pour faire concorder notre échéancier avec celui des modifications analogues proposées par l'OCRCVM.</p>

<p><b>Plafonnement des frais de négociation</b></p>	<p>La plupart des intervenants sont en faveur du projet de plafonnement des frais de négociation, mais considèrent que le plafond proposé pour les titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus est trop élevé. Certains estiment qu'il devrait être moins élevé, compte tenu du fait que le cours moyen des titres au Canada est plus bas qu'aux États-Unis.</p> <p>Certains intervenants s'opposent à l'introduction de plafonds parce que les frais de négociation sont déjà soumis au jeu de la concurrence et qu'ils ont été approuvés par les autorités en valeurs mobilières.</p>	<p>Comme nous l'avions proposé dans l'avis de 2014, nous introduiront un plafond de 0,0030 \$ par action pour les frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus, et de 0,0004 \$ par action pour les titres dont le cours s'établit à moins de 1 \$.</p> <p>Nous prenons acte des préoccupations exprimées au sujet du plafond proposé pour les titres dont le cours d'établit à 1 \$ ou plus. Or, notre marché est fortement intégré à celui des États-Unis et nous craignons les répercussions négatives que pourrait avoir sur le marché canadien la mise en œuvre d'un plafond aux frais de négociation pour les titres intercotés aux États-Unis qui serait différent de celui en vigueur dans ce pays.</p> <p>Nous proposons cependant un plafond moins élevé pour les frais de négociation active des titres dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus et qui sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne, mais non à celle d'une bourse américaine (les « titres non intercotés »). Ce nouveau plafond fait l'objet d'une consultation distincte des ACVM.</p>
---	---	---

<p><b>Étude pilote sur l'interdiction de payer des rabais</b></p>	<p>Plusieurs intervenants appuient la mesure réglementaire prise relativement au paiement de rabais. Certains, toutefois, proposent que les ACVM évaluent la pertinence de consentir des rabais pour certains titres en particulier, notamment les moins liquides.</p> <p>Nombre d'intervenants appuient la réalisation d'une étude pilote, mais conseillent de l'élaborer avec soin et d'utiliser les mesures appropriées.</p> <p>D'autres intervenants ne sont en faveur ni de l'étude pilote sur les rabais ni d'aucune mesure à cet égard. Certains estiment que les rabais constituent un incitatif important pour la liquidité, et que leur interdiction ne résoudra pas les problèmes exposés dans l'avis de 2014.</p> <p>Certains intervenants n'appuient pas le projet d'étude pilote et s'inquiètent de ses répercussions possibles sur l'attractivité du marché canadien. Un intervenant nous demande si les émetteurs auraient la possibilité de refuser de participer à l'étude, compte tenu de son incidence possible sur la liquidité.</p>	<p>Comme nous l'avons mentionné, à ce stade, nous ne mettons en œuvre aucune mesure visant les rabais. Même si nous sommes toujours favorables à une étude pilote, nous ne sommes pas convaincus qu'une étude excluant les titres intercotés puisse donner des résultats significatifs. Nous nous concerterons avec nos homologues américains et évaluerons la possibilité de réaliser une étude pilote conjointe si l'occasion se présente.</p>
<p><b>Méthode d'examen des droits relatifs aux données</b></p>	<p>Un certain nombre d'intervenants appuient la méthode proposée. Selon eux, il s'agit d'un élément crucial dans la résolution de problèmes liés au niveau des droits relatifs aux données de marché en temps réel facturés par certains marchés.</p> <p>D'autres s'opposent à l'utilisation de la méthode d'examen des droits relatifs aux données parce qu'ils jugent qu'elle ne répond pas à toutes les</p>	<p>Nous prenons acte des commentaires reçus au sujet de la méthode et de son application. Nous sommes toujours d'avis que la méthode d'examen des droits relatifs aux données est l'outil le plus approprié pour gérer le niveau de certains des droits existants. Nous continuerons à suivre de</p>

	<p>préoccupations des utilisateurs de données. En particulier, un intervenant estime que la méthode ne règle pas le problème de l'accès pour tous les utilisateurs de données à une liste consolidée à un prix raisonnable. Un autre affirme qu'on ne devrait pas se fonder sur les droits actuels pour calculer la référence canadienne, puisqu'ils sont trop élevés.</p> <p>Des intervenants expriment des avis partagés sur la méthode et son utilisation. L'un d'eux, bien qu'appuyant son utilisation, signale que nous devrions nous préoccuper davantage de déterminer si le montant global des droits relatifs aux données est juste et raisonnable, et moins de sa redistribution entre les marchés. Un autre propose que la pratique consistant à facturer des données à plusieurs reprises à un même utilisateur soit éliminée. Un autre encore estime que les marchés plus petits ne devraient pas être autorisés à facturer des données.</p> <p>Des intervenants se prononcent également sur certaines mesures avant et après les opérations. Plus précisément, ils émettent des réserves concernant une mesure avant les opérations en particulier qui, selon eux, gonflerait le classement d'un marché affichant des ordres sur des titres non liquides.</p>	<p>près l'application de la méthode aux droits actuels et proposés et, si nécessaire, nous la modifierons au fil du temps.</p> <p>De plus, en réponse aux commentaires reçus, nous avons supprimé une mesure avant les opérations et le modèle de classement dans lequel elle était utilisée.</p> <p>Nous prenons également acte des commentaires reçus relativement à l'utilisation d'une référence canadienne. Nous avons l'intention de faire appel à un consultant externe pour établir la référence. Entre-temps, même si nous utiliserons la référence canadienne, nous n'appliquerons pas la méthode ni la référence pour appuyer une augmentation des droits avant que la référence appropriée n'ait été établie.</p>
<p><b>Frais d'adhésion et de connectivité</b></p>	<p>Un certain nombre d'intervenants se prononcent sur la réglementation des frais d'adhésion et de connectivité. Les avis sont partagés.</p> <p>La majorité des intervenants ayant répondu à cette question estiment que</p>	<p>Nous n'apporterons pas de modification en ce qui concerne ces frais pour le moment, mais continuerons à suivre cette question de près afin d'établir si des mesures</p>

	<p>ces frais devraient être réglementés, puisque les participants au marché sont tenus de se connecter à des marchés protégés en vertu de la réglementation. Plusieurs expliquent qu'il est particulièrement important de s'assurer que les marchés n'augmentent pas ces frais de manière injustifiée; par exemple, pour atténuer la perte de revenus découlant de restrictions à venir sur d'autres frais facturés par les marchés.</p> <p>D'autres intervenants sont d'avis que des dispositions réglementaires supplémentaires sont inutiles dans ce domaine, puisque les frais font actuellement l'objet d'un examen par les autorités en valeurs mobilières et que les participants au marché sont en mesure de se connecter indirectement aux marchés protégés. Plusieurs d'entre eux estiment que les autorités en valeurs mobilières devraient exercer une surveillance des frais d'adhésion et de connectivité.</p>	seraient nécessaires à l'avenir.
--	--	----------------------------------

## Résumé des commentaires sur l'avis de 2015 et réponses des ACVM

Sujet	Résumé des commentaires	Réponse des ACVM
<p><b>Commentaires généraux</b></p>	<p>Nombre d'intervenants formulent des commentaires sur le modèle révisé d'Alpha et sur le processus d'approbation ayant abouti à la mise en œuvre d'un délai dans le traitement des ordres.</p> <p>De nombreux intervenants expriment une préférence pour le remplacement du RPO par un modèle fondé sur la meilleure exécution.</p>	<p>Le modèle d'Alpha a fait l'objet d'une consultation distincte, et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a reçu et examiné tous les commentaires formulés sur ce projet au cours du processus d'examen et d'approbation.</p> <p>En outre, puisqu'il se rapporte à un contexte de RPO « hybride », où certains marchés affichent des ordres non protégés, et d'autres non, nous avons reçu des commentaires portant sur les mêmes éléments de complexité que dans le cadre des projets de modification du RPO de 2014 (relativement à l'instauration d'un seuil de part de marché). La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a examiné tous les commentaires relatifs au modèle d'Alpha proposé et les ACVM les ont examinés à la lumière des projets de modification.</p> <p>Nous demeurons convaincus de l'importance des objectifs visés par le RPO et sommes en faveur du maintien du régime dans le cadre réglementaire afin de</p>

	<p>Certains intervenants estiment que les autorités en valeurs mobilières devraient étoffer les indications sur la meilleure exécution dans le contexte d'un RPO « hybride », en particulier sur la façon de considérer un marché non protégé dans la perspective de la meilleure exécution.</p>	<p>soutenir la confiance d'encourager à contribuer au processus de formation des cours. L'obligation de meilleure exécution et le RPO sont complémentaires : l'une est une obligation qui incombe au marché dans son ensemble, tandis que l'autre est un devoir à l'égard des clients individuels. Nous avons discuté en profondeur de l'option consistant à ne conserver que le modèle de la meilleure exécution et ne sommes pas convaincus qu'elle serait la plus avantageuse pour l'ensemble du marché.</p> <p>Traditionnellement, l'approche en matière de meilleure exécution est fondée sur des « principes », plutôt que sur une liste de facteurs. Un contexte de RPO « hybride » obligera les courtiers à considérer d'autres éléments pour prendre la décision d'accéder ou non à des marchés « non protégés » dans la perspective de la meilleure exécution. Nous signalons également que nous avons finalisé les éléments du projet de RPO de 2014 qui fournissent des indications supplémentaires sur la meilleure exécution. Les ACVM, ainsi que</p>
--	--	---

		l'OCRCVM, évalueront si d'autres indications sont nécessaires.
<p><b>Question 1 : Le RPO devrait-il s'appliquer aux marchés qui imposent un délai dans le traitement des ordres? Dans l'affirmative, devrait-il s'appliquer à une partie ou à la totalité des marchés? Quels devraient être les facteurs à prendre en considération?</b></p>	<p>Certains intervenants estiment que le RPO ne devrait pas s'appliquer aux ordres affichés sur des marchés qui imposent un délai dans le traitement des ordres, et que tous les marchés qui en imposent un devraient être considérés sur un pied d'égalité. Un intervenant fait remarquer que protéger les cotations sur des marchés qui « ralentissent » le traitement des ordres serait contraire aux principes que le RPO devait protéger.</p> <p>Un intervenant est d'avis que le RPO devrait continuer de s'appliquer aux marchés qui imposent des délais dans le traitement des ordres.</p> <p>Selon certains intervenants, tous les délais de traitement des ordres ne devraient pas être traités sur un pied d'égalité.</p> <p>Des intervenants sont d'avis que les ACVM devraient examiner de plus près et préciser ce qui devrait constituer un « délai intentionnel dans le traitement des ordres ».</p> <p>Selon certain intervenants, le modèle de RPO « hybride » est trop complexe.</p>	<p>Nous sommes toujours d'avis que le marché qui n'offre pas l'exécution immédiate d'un ordre contre le volume affiché ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée », au sens donné actuellement à cette expression par le règlement. Par conséquent, en vertu du règlement, ces marchés n'affichent pas d'« ordres protégés ».</p> <p>Nous avons modifié le libellé de l'instruction générale proposé à l'origine pour apporter des précisions.</p> <p>Nous reconnaissons que le contexte où certains marchés visibles afficheront des ordres protégés et d'autres n'en afficheront pas sera plus complexe. Cependant, la complexité est une tendance observée chez beaucoup de marchés mondiaux, étant donné que les participants cherchent des solutions à différents</p>

		enjeux et problèmes, et que les marchés ont recours à la technologie pour innover et fournir des solutions. Nous appuyons l'innovation et estimons que cette complexité sera gérée. Toutefois, nous continuons de veiller au respect des principes à la base du cadre réglementaire, à l'application uniforme des règles et à la gestion appropriée des répercussions négatives engendrées.
<b>Question 2 : Quelles incidences peut avoir un contexte où les ordres affichés sur des marchés visibles ne sont pas tous protégés en vertu du RPO?</b>	Un certain nombre d'intervenants expriment des inquiétudes au sujet du meilleur cours acheteur et vendeur national (NBBO). En particulier, ils soulèvent des questions sur la formation de ce cours : les données qui seront prises en compte, s'il y aura des listes distinctes et le meilleur cours acheteur et vendeur national qui servira à établir l'amélioration du cours requise pour les ordres qui sont exécutés contre un ordre invisible.	<p>Les modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) de l'OCRCVM ont été approuvées le 18 septembre 2015. Elles ont modifié la définition de l'expression « meilleur cours acheteur » et de l'expression « meilleur cours vendeur » pour qu'elles renvoient uniquement aux ordres affichés sur un « marché protégé » (au sens du règlement).</p> <p>De plus, l'agence de traitement de l'information offre maintenant deux listes de données différentes : l'une qui représente le meilleur cours acheteur et vendeur national de marchés qui n'affichent que des ordres protégés,</p>

	<p>Certains participants sont préoccupés par la complexité et la confusion qui pourraient découler de l'augmentation du nombre d'ordres figés et croisés, tandis qu'un autre estime que si des marchés sont figés ou croisés occasionnellement, cela n'aura pas d'incidence importante.</p> <p>Certains intervenants expriment des préoccupations quant au traitement des marchés « non protégés » dans la perspective de la meilleure exécution. Certains mettent en doute la capacité des courtiers à respecter leurs</p>	<p>et l'autre, l'information provenant de tous les marchés canadiens qui affichent des ordres (« protégés » et « non protégés »). Les participants peuvent utiliser les listes de données qui leur sont nécessaires pour respecter leurs obligations.</p> <p>Compte tenu de la rapidité de l'activité de cotation et de négociation, nous estimons que les situations où des ordres sont figés ou croisés seront généralement de courte durée. Pour fournir un contexte de RPO « hybride », nous avons finalisé les modifications aux dispositions portant sur les ordres figés et croisés proposées à l'occasion de l'avis de 2014 de façon à limiter l'interdiction de figer ou de croiser intentionnellement un ordre aux ordres protégés seulement. De plus, nous signalons que les obligations empêcheront encore de saisir d'autres ordres pour figer ou croiser l'ordre protégé intentionnellement.</p> <p>Nous avons mis la dernière main aux modifications du règlement et de l'instruction générale qui fournissent des indications supplémentaires sur la</p>
--	---	--

	obligations en matière de meilleure exécution en l'absence d'indications réglementaires claires.	meilleure exécution. Selon nous, ces changements aideront les courtiers à gérer leurs obligations dans un contexte où ils ne sont pas tenus d'accéder à tous les marchés affichés pour l'application du RPO. La décision d'accéder ou non à un marché pour respecter l'obligation de meilleure exécution devrait être prise par chaque courtier individuel dans le cadre plus vaste de l'établissement de politiques et de procédures. Ces questions dépendent de divers facteurs et nous demeurons attachés à une approche en matière de meilleure exécution qui soit fondée sur des principes.
<p><b>Question 3 : Quels seront les changements et les conséquences pour les clients individuels et leurs courtiers, le cas échéant?</b></p>	<p>Les intervenants ont des avis partagés en ce qui concerne l'incidence sur les clients individuels. Certains estiment que les investisseurs individuels n'auront guère la capacité de juger de la qualité des ordres qu'ils recevront et que les modifications créeront un contexte complexe qui ne sera pas compris. Certains encore sont préoccupés par le fait que les investisseurs individuels pourraient connaître une réduction de leur capacité à capter la liquidité. Et d'autres sont d'avis que l'existence de marchés « non protégés » n'aura que peu d'incidence sur les clients individuels, et que les courtiers bénéficieront d'une plus grande latitude dans la décision d'accéder ou non à différents marchés dans une</p>	<p>Nous continuerons de suivre de près les répercussions des modifications sur tous les participants au marché, dont les clients individuels. Les courtiers d'investisseurs individuels seront encore assujettis à l'obligation de meilleure exécution à l'égard de leurs clients et devraient examiner continuellement leurs politiques et procédures en la matière pour s'assurer de toujours être en mesure de justifier la décision de ne pas accéder à des marchés « non protégés ». Les</p>

	optique de meilleure exécution.	obligations exigeant la communication d'information enrichie devraient aider les clients individuels qui cherchent à mieux comprendre comment leur courtier gère leurs ordres.
<b>Question 4 : Avons-nous omis d'aborder certaines conséquences?</b>	<p>Des intervenants mentionnent des conséquences et des questions déjà signalées dans les réponses aux questions précédentes, dont certaines réserves quant à l'établissement du meilleur cours acheteur et vendeur national, l'incidence sur la capacité d'évaluer la liquidité disponible, les répercussions sur la meilleure exécution et les conséquences sur l'intégrité des marchés.</p> <p>Un intervenant est d'avis que le marché pourrait afficher les ordres protégés et non protégés et estime que d'autres « délais systématiques » devraient recevoir le même traitement.</p>	<p>Voir nos réponses ci-dessus. Nous réitérons notre intention de suivre de près les répercussions des délais dans le traitement des ordres sur tous les participants au marché et, dans l'éventualité où ceux-ci auraient des conséquences négatives, nous prendrons les mesures qui s'imposent.</p> <p>Nous estimons que le marché qui impose un délai dans le traitement des ordres ne fournit pas la « fonctionnalité automatisée ». Pour répondre à la définition, le marché doit, selon nous, avoir la capacité de procéder à l'exécution immédiate de tous les ordres. Nous n'appuyons donc pas la proposition d'autoriser le marché qui impose un délai d'afficher tant les ordres non protégés que les ordres protégés.</p> <p>Nous avons modifié le libellé de l'instruction générale proposé à</p>

		l'origine pour y apporter des précisions sur la façon dont nous traitons les délais intentionnels dans le traitement des ordres.
--	--	--

## ANNEXE D

## Méthode d'examen des droits relatifs aux données

La méthode d'examen des droits relatifs aux données exposée ci-dessous servira à établir la contribution relative de chaque marché aux activités avant et après les opérations. Elle consiste à établir si les droits relatifs aux données de marché facturés aux professionnels par les marchés canadiens reflètent la part de l'activité de négociation de chacun d'eux.

Elle comporte trois étapes :

1. Calcul des mesures avant et après les opérations
2. Classement des marchés en fonction des mesures avant et après les opérations calculées à l'étape 1
3. Attribution d'une fourchette de droits estimatifs à chaque marché

La méthode utilise les notations suivantes pour les mesures avant et après les opérations et les méthodes de classement :

Notation	Description
i	Marché transparent
m	Nombre total de marchés transparents
j	Titres négociés sur un marché transparent
J	Total des titres négociés sur tous les marchés transparents
t	Opération exécutée sur un marché transparent
n	Total des opérations exécutées sur un marché transparent
T	Total des opérations exécutées sur tous les marchés transparents
d	Séance
D	Ensemble des séances au cours de la période visée

**a. Mesures avant les opérations**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- 3. \$Temps(valeur) :** le pourcentage du temps-dollar-volume coté sur un marché par rapport au temps-dollar-volume total de l'ensemble des marchés pour la période, seuls les MCA et MCV étant comptés. Chaque action est pondérée par la valeur négociée au cours de la période, comme l'indique la pondération « p », ci-dessous.

$$\begin{aligned} \$\text{Temps(valeur)}_i &= \frac{\text{Temps}(v)_i}{\sum_{i=1}^m \text{Temps}(v)_i} \text{Temps}(v)_i \\ &= \frac{\sum_{j=1}^J [\text{Cours}_j * \text{Volume}_j * \text{secondes au MCA} + \text{Cours}_j * \text{Volume}_j * \text{secondes au MCV}] * p_j}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (\text{Cours}_j * \text{Volume}_j * \text{secondes au MCA} + \text{Cours}_j * \text{Volume}_j * \text{secondes au MCV}) * p_j} * 100 \end{aligned}$$

$$p_j = \frac{\$Volume_{t,j}}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^J \$Volume_{t,i}}$$

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

#### **b. Mesures après les opérations**

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

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

Cette mesure récompense le volume négocié et tend à favoriser les marchés où se négocient des actions à des cours relativement bas, car elle ne tient compte que du nombre d'actions négociées et non de leur valeur. À la limite, s'il ne se négociait que des actions à faible cours sur un marché, cette mesure gonflerait la part de ce marché sur l'ensemble du marché.

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

$$\%Nombre_i = \frac{Nombre_i}{\sum_{i=1}^m Nombre_i} * 100$$

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

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

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

$$\$Volume = Cours * Volume$$

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

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

$$\% \sqrt{\$Volume}_i = \frac{\sqrt{\$Volume_{i,t}}}{\sum_{t=1}^n \sum_{i=1}^m \sqrt{\$Volume}_i} * 100$$

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

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

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

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

des marchés, mais appliquée concurremment avec d'autres mesures, elle peut conférer un avantage disproportionné aux bourses existantes et aux grands SNP.

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

### c. Modèles de classement

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

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

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

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

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

- 2. Modèle 3 :** ce modèle est très différent du précédent. Pour l'élément après les opérations, il tient compte de la part du volume négocié, de la part du nombre d'opérations et de la part du volume monétaire de chaque marché. Ces trois éléments ont une pondération égale dans l'indice obtenu. Les mesures avant les opérations prises en compte sont le pourcentage de la séance au meilleur écart et celui au MCAV national. Ces deux éléments après les opérations ont une

pondération égale. Les mesures avant et après les opérations obtenues sont pondérées de façon égale pour arriver à l'indice final.

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

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

Les calculs obtenus au moyen de ces méthodes de classement nous serviraient à établir si les droits exigés par un marché (ou ceux qu'il propose d'exiger) sont proportionnels à sa part de l'activité de négociation. Nous utilisons le montant de référence canadien qui consiste à regrouper les droits relatifs aux données facturés par chaque marché dans un « panier ». Les droits qui en résultent sont considérés comme appropriés pour le marché canadien. Le résultat est redistribué en fonction des deux méthodes de classement, ce qui nous donne quatre droits estimatifs pour chaque marché.

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

Loi sur les valeurs mobilières

(chapitre V-1.1, art. 331.1, par. 1°, 3.1°, 4.1°, 9.1°, 32°, 32.0.1° et 34°, et art. 334)

1. L'article 1.1 du Règlement 23-101 sur les règles de négociation (chapitre V-1.1, r. 6) est modifié :

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

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

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

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

*ii)* s'il est une bourse reconnue, l'offre concerne un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci; »;

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

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

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

*ii)* s'il est une bourse reconnue, l'offre concerne un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci; »;

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

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

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

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

*ii)* il est immédiatement inscrit dans un registre;

*b)* il est désigné comme ordre à traitement imposé;

*c)* il est saisi sur un marché ou acheminé à un marché dans l'une des circonstances suivantes :

*i)* pour être exécuté contre un ordre affichant le meilleur cours;

*ii)* en même temps qu'un autre ordre saisi sur un marché ou acheminé à un marché pour être exécuté contre tout ordre protégé à un meilleur cours que l'ordre saisi ou acheminé; ».

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

1° par le remplacement, dans le paragraphe 2, de « et achemine un ordre vers un autre marché avise immédiatement les personnes suivantes : » par « ou achemine l'ordre aux fins d'exécution avise immédiatement les personnes suivantes de la panne, du défaut de fonctionnement ou du retard important : »;

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

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

**« 6.5. Les ordres figés ou croisés**

Aucun participant au marché ni aucun marché qui achemine des ordres ou en modifie le cours ne peut intentionnellement saisir aux cours suivants un ordre affiché sur un marché qui est assujéti à l'article 7.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (chapitre V-1.1, r. 5) :

*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. ».

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

**« 6.6.1. Les frais de négociation**

1) Dans le présent article, on entend par « fonds négocié en bourse » un organisme de placement collectif dont les parts remplissent les conditions suivantes :

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

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

2) Aucun marché assujéti à l'article 7.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (chapitre V-1.1, r. 5) ne peut exiger de frais plus élevés que les suivants pour l'exécution d'un ordre saisi aux fins d'exécution contre un ordre affiché sur ce marché :

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

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

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

6. Le présent règlement entre en vigueur le 6 juillet 2016, à l'exception des paragraphes 2 et 3 de l'article 1, qui entrent en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 2016.

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

### **PARTIE 1 INTRODUCTION**

#### **~~1.1~~ 1.1 Introduction**

La présente instruction générale a pour objet de présenter le point de vue des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur diverses questions relatives au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (chapitre V-1.1, r. 6) (le « règlement »), notamment :

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

#### **~~1.2~~ 1.2 Les principes de négociation justes et équitables**

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

### **PARTIE 1.1 DÉFINITIONS**

#### **~~1.1.1~~ 1.1.1 Définition de « meilleure exécution »**

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

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

Ces 4 éléments généraux englobent des facteurs plus précis, tels que la taille des ordres, la fiabilité des cotes, la liquidité, l'incidence sur le marché (c'est-à-dire la fluctuation du cours qui découle de l'exécution d'un ordre) et le coût de renonciation (c'est-à-dire l'occasion manquée d'obtenir un meilleur cours lorsqu'un ordre n'a pas été exécuté au moment le plus avantageux). Le coût global de la transaction est censé comprendre, selon le cas, tous les coûts associés à l'accès à un ordre ou à l'exécution d'une opération qui sont à la charge du client, y compris les frais découlant de la négociation des titres sur un marché en particulier, les frais de jorney (c'est-à-dire tous frais versés par un courtier à un autre pour accéder aux négociations) et les coûts de règlement. Les courtages exigés par un courtier feraient également partie du coût de la transaction.

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

### 1.1.2. Définition de « fonctionnalité de négociation automatisée »

L'article ~~1-1.1.1~~ du règlement prévoit une définition de l'expression « fonctionnalité de négociation automatisée », qui s'entend de la capacité de faire ce qui suit :

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

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

#### 1.1.2.1. Application aux marchés imposant des délais intentionnels dans le traitement des ordres

1) Le paragraphe b de la définition de l'expression « fonctionnalité de négociation automatisée » mentionne la capacité du marché d'« exécuter immédiatement et automatiquement tout ordre désigné comme « exécuter sinon annuler » contre le volume affiché ».

Pour l'application des articles 6.1 et 6.4, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières estiment qu'un marché ayant introduit une fonctionnalité imposant un délai intentionnel dans le traitement des ordres qui n'est pas appliqué uniformément à l'ensemble d'entre eux n'offre pas la possibilité d'exécuter un ordre immédiatement contre le volume affiché et ne fournit donc pas la « fonctionnalité de négociation automatisée ». Par conséquent, aucun ordre saisi sur ce marché ne serait un « ordre protégé » au sens du règlement.

Les délais dans l'exécution d'un ordre sur un marché en particulier peuvent découler de décisions d'ordre opérationnel ou technique prises par le marché. La question de savoir si le marché qui impose un délai offre la possibilité d'exécuter un ordre immédiatement serait également basée sur des facteurs tels que l'application du modèle opérationnel du marché lui-même ainsi que l'incidence du modèle ou du délai sur le plan de l'équité et du bon fonctionnement des négociations. Bien que ces délais puissent généralement être considérés comme intentionnels, l'exécution des ordres sur ce marché pourrait néanmoins être « immédiate », et ce, même si elle pouvait être plus rapide sur des marchés ayant pris des décisions différentes.

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

2) 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 « intentionnel ».

### 1.1.3. Définition d'« ordre protégé »

1) Selon la définition, un ordre protégé est « une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée ~~». Ces offres sont des ordres ».~~ Une « offre d'achat protégée » ou une « offre de vente protégée » correspond à une offre d'achat ou de vente visant un titre coté, à l'exception d'une option, qui ~~sont affichés~~ est affichée sur un marché fournissant la fonctionnalité de négociation automatisée et ~~sur lesquels~~ pour laquelle de l'information la concernant est fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information, selon le cas, conformément à la partie 7 du *Règlement 21-101 sur le*

*fonctionnement du marché* (chapitre V-1.1, r. 5). Une « offre d'achat protégée » ou une « offre de vente protégée » correspond également à une offre affichée sur un marché qui atteint ou dépasse le seuil de part de marché fixé par l'agent responsable ou, au Québec, par l'autorité en valeurs mobilières ou à une offre affichée sur une bourse reconnue qui n'atteint pas le seuil de part de marché et qui vise un titre inscrit à la cote de cette bourse et négocié sur celle-ci.

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

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

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

5) La mention « **affichée sur un marché** » s'applique à l'information sur le volume total déclaré sur un marché. Les volumes qui ne sont pas déclarés, qui constituent une « réserve » ou qui sont cachés ne sont pas considérés comme affichés sur un marché. L'ordre doit être fourni de façon à permettre aux autres marchés et participants au marché d'accéder facilement à l'information et de la verser dans leurs systèmes ou mécanismes d'acheminement des ordres.

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

#### 1.1.4. Définition d'« ordre à cours calculé »

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

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

#### 1.1.5. Définition d'« ordre à traitement imposé »

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

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

La définition prévoit que plusieurs ordres à traitement imposé peuvent être acheminés simultanément pour exécution contre tout ordre protégé ayant un meilleur cours. En outre, les marchés ou les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul ordre à traitement imposé pour exécution contre la meilleure offre d'achat protégée ou la meilleure offre de vente protégée. Le marché qui reçoit un ordre à traitement imposé peut exécuter les instructions de l'auteur sans vérifier si d'autres marchés affichent des ordres [protégés](#) avec un meilleur cours ni appliquer ses politiques et procédures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours.

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

#### 1.1.6. Définition d'« ordre non standard »

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

### 1.1.7. Définition de « transaction hors cours »

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

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

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

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

## **PARTIE 3 LA MANIPULATION ET LA FRAUDE**

### **~~3.1.3.1.~~ La manipulation et la fraude**

- 1) Le paragraphe 1 de l'article 3.1 du règlement interdit la manipulation et les opérations trompeuses, car elles peuvent créer une activité de négociation et des cours trompeurs qui nuisent aux investisseurs et à l'intégrité du marché.
- 2) Le paragraphe 2 de l'article 3.1 du règlement prévoit que, nonobstant le paragraphe 1 de cet article, les dispositions du *Securities Act* ([R.S.A. 2000, c. S-4](#)) de l'Alberta, du *Securities Act* ([R.S.B.C. 1996, ch. 418](#)) de la Colombie-Britannique, de la *Loi sur les valeurs mobilières* ([L.R.O. 1990, c. S.5](#)) de l'Ontario, de la *Loi sur les valeurs mobilières du Québec* (chapitre V-1.1) [du Québec](#), et du *The Securities Act*, 1988 de la Saskatchewan ([S.S. 1988-89, c. S-42.2](#)), respectivement, visant la manipulation et la fraude s'appliquent dans chacun de ces territoires.
- 3) Pour l'application du paragraphe 1 de l'article 3.1 du règlement, sans limiter la portée générale de ces dispositions, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, en fonction des circonstances, estimeraient normalement que les activités suivantes entraînent ou créent une apparence trompeuse d'activité de négociation, ou un cours artificiel, à l'égard d'un titre, ou y contribuent :
  - a) exécuter des opérations sur un titre qui n'entraînent pas de changement de propriétaire véritable. Cela comprend des activités comme les opérations fictives (« wash-trading »);
  - b) effectuer des opérations ayant pour effet de faire monter ou baisser, ou de maintenir, artificiellement le cours du titre. On trouve dans cette catégorie l'achat de titres ou des offres d'achat de titres à des prix de plus en plus hauts, ou la vente ou des offres de vente à des prix de plus en plus bas, ou la passation d'un ou plusieurs ordres d'achat ou de vente visant :

- i)* à établir un cours ou une cotation prédéterminée;
- ii)* à réaliser un cours de clôture bas ou haut ou une cotation de fermeture basse ou haute;
- iii)* à maintenir le cours, le cours acheteur ou le cours vendeur dans une fourchette prédéterminée;
- c)* passer un ou plusieurs ordres dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'ils créent une impression artificielle de participation des investisseurs au marché. Par exemple, la passation d'un ordre d'achat ou de vente d'un titre alors qu'on sait qu'un ordre de vente ou d'achat, respectivement, d'à peu près la même taille, à peu près au même moment et à peu près au même prix a été ou sera passé par les mêmes personnes ou des personnes différentes;
- d)* exécuter des opérations arrangées d'avance qui ont pour effet de créer une apparence trompeuse de marché actif ou d'écarter indûment les autres participants au marché;
- e)* effectuer une opération dont le but est de reporter le paiement du titre négocié;
- f)* passer un ordre d'achat ou de vente d'un titre sans avoir la capacité et l'intention :
  - i)* d'effectuer le paiement nécessaire au règlement correct de l'opération, s'il s'agit d'un achat;
  - ii)* de livrer les titres nécessaires au règlement correct de l'opération, s'il s'agit d'une vente.

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

- g)* exécuter une opération ou une manœuvre ou se livrer à une pratique qui entrave indûment le jeu normal de l'offre et de la demande d'un titre ou qui limite ou réduit artificiellement le flottant d'un titre d'une manière dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'elle entraîne la fixation d'un cours artificiel;
- h)* se livrer à toute manipulation au moyen de négociations visant à accroître la valeur d'une position sur dérivés;
- i)* entrer une série d'ordres sur un titre alors qu'on n'a pas l'intention de les exécuter.

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

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

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

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

#### PARTIE 4 LA MEILLEURE EXÉCUTION

##### 4.14.1. La meilleure exécution

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

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

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

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

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

6) Dans l'évaluation de la nécessité de prendre des dispositions pour accéder aux ordres sur un marché auquel il n'a pas accès, le courtier devrait tenir compte de la façon dont la décision d'accéder ou non à ces ordres aura une incidence sur sa capacité à réaliser

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

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

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

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

## **PARTIE 5 LES SUSPENSIONS DE COTATION**

### **5.1.1. Les suspensions de cotation**

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

## **PARTIE 6 LA PROTECTION DES ORDRES**

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

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

établissant des politiques et des procédures qui obligent les participants au marché à prendre des mesures raisonnables pour empêcher les transactions hors cours à leur place.

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

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

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

4) La protection des ordres s'applique lorsque au moins 2 marchés ~~comportant des ordres protégés sont ouverts~~ qui affichent des ordres assujettis aux règles de transparence avant les opérations prévues à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (chapitre V-1.1. r. 5) sont ouverts, et que les ordres affichés par au moins l'un de ces marchés sont protégés. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation pour les participants au marché qui sont évalués par rapport à un certain cours de clôture. En vertu du sous-paragraphe iii du paragraphe ~~e~~ de l'article 6.2;6.2 du règlement, ces marchés n'ont pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres protégés affichés par un autre marché dans ces circonstances.

#### **6.2-6.2. Les obligations des participants au marché en matière de protection des ordres**

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

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

Ces politiques et procédures devraient également préciser les circonstances dans lesquelles il convient de recourir aux ordres à traitement imposé ainsi que la façon d'y recourir conformément au sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement.

2) La protection des ordres s'applique lorsque au moins 2 marchés qui affichent des ordres ~~protégés sont ouverts~~ assujettis aux règles de transparence avant les opérations prévues à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (chapitre V-1.1. r. 5) sont ouverts, et que les ordres affichés par au moins l'un de ces marchés sont protégés. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation pour les participants au marché qui sont évalués par

rapport à un certain cours de clôture. En vertu de la ~~sous-disposition C du sous-paragraphede la disposition~~ iv du ~~sous-paragraphede la disposition~~ a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement, le participant au marché n'a pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres protégés affichés ~~par sur~~ d'autres marchés ~~dans ces circonstances, qui résultent de l'exécution de l'ordre au cours de~~ clôture.

### 6.3. La liste des transactions hors cours

L'article 6.2 et les ~~sous-paragraphesdispositions~~ i à v du ~~sous-paragraphede la disposition~~ a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement contiennent une liste de transactions hors cours « autorisées » qui sont principalement conçues pour rendre possible la protection des ordres ainsi que certaines stratégies de négociation et types d'ordres utiles aux investisseurs.

a) i) Le ~~sous-paragraphede la disposition~~ a de l'article 6.2 et ~~le sous-paragraphede la disposition~~ i du ~~sous-paragraphede la disposition~~ a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement s'appliquent lorsque le marché ou le participant au marché, selon le cas, a conclu raisonnablement ~~qu'un~~ que le marché affichant l'ordre protégé contourné connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché. Par retard important, on entend le défaut répété d'un marché de répondre à un ordre dès sa réception. Cette disposition vise à laisser de la latitude aux marchés et aux participants au marché lorsqu'ils traitent avec un marché dont les systèmes rencontrent des problèmes techniques (qu'ils puissent être résolus à brève échéance ou non).

ii) En vertu du paragraphe 1 de l'article 6.3 du règlement, il incombe au marché qui connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché d'en informer tous les autres marchés, ses participants au marché, toute agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, tout fournisseur d'information qui diffuse ses données conformément à la partie 7 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (chapitre V-1.1, r. 5), ainsi que les fournisseurs de services de réglementation. ~~Toutefois, s'il~~ Cette obligation s'applique aux marchés qui affichent des ordres protégés et à ceux qui affichent des ordres non protégés. Toutefois, si le marché qui affiche des ordres protégés manque à plusieurs reprises de répondre immédiatement aux ordres reçus et ne diffuse aucun avis pour signaler ses difficultés techniques, le marché qui lui achemine un ordre ou le participant au marché peut, en vertu des paragraphes 2 et 3 de l'article 6.3 du règlement respectivement, conclure raisonnablement que le marché rencontre des problèmes techniques, et se prévaloir en conséquence du paragraphe a de l'article 6.2 ou ~~du sous-paragraphede la disposition~~ i du ~~sous-paragraphede la disposition~~ a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement, selon le cas. En l'occurrence, ils doivent s'en prévaloir conformément à des politiques et procédures établies pour composer avec les réponses tardives des marchés et documenter les motifs de leur conclusion. Le marché qui achemine l'ordre ou le participant au marché ne peuvent plus se prévaloir de ces dispositions si le marché confirme, en réponse à l'avis, qu'il ne rencontre pas de problèmes techniques.

b) Le paragraphe b de l'article 6.2 du règlement prévoit une exception à l'obligation, pour les marchés, d'appliquer leurs politiques et procédures afin d'empêcher raisonnablement les transactions hors cours lorsqu'ils reçoivent un ordre à traitement imposé. En particulier, le marché qui reçoit un tel ordre peut immédiatement l'exécuter ou l'inscrire dans le registre (ou toute tranche restante), et ne pas appliquer ses politiques et procédures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours. Toutefois, les politiques et procédures du marché doivent inclure une description du traitement d'un ordre à traitement imposé. Le paragraphe c de l'article 6.2 et ~~le~~ la disposition ii du ~~sous-paragraphede la disposition~~ iii du ~~sous-paragraphede la disposition~~ a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement prévoient une exception dans le cas où le marché ou le participant au marché achemine simultanément des ordres à traitement imposé pour exécution contre le volume total affiché de tout ordre protégé contourné. Cette exception tient à la possibilité que des ordres à traitement imposé acheminés simultanément ne soient pas exécutés simultanément, ce qui occasionne alors une ou plusieurs transactions hors cours du fait qu'un ordre à un cours moins élevé est exécuté en premier.

c) Le paragraphe *d* de l'article 6.2 et ~~le sous-paragraphe~~ la disposition ii du sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement prévoient une exception pour cause de variation des marchés. En particulier, l'exception permet la réalisation d'une transaction hors cours lorsque, immédiatement avant l'exécution de l'ordre qui y donne lieu, le marché sur lequel l'ordre a été exécuté affichait le meilleur cours, mais au moment de l'exécution, le marché fluctue et un autre marché affiche ~~le~~ un ordre protégé doté du meilleur cours. Cette exception pour cause de fluctuation des marchés permet, dans certaines circonstances, l'exécution d'un ordre sur un marché dans les limites du meilleur cours acheteur ou vendeur sur ce marché, mais hors des limites ~~du meilleur cours acheteur ou vendeur~~ de la meilleure offre d'achat protégée ou de la meilleure offre de vente protégée sur l'ensemble des marchés qui affichent des ordres protégés. Tel pourrait être le cas, par exemple, dans les circonstances suivantes :

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

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

d) Le paragraphe *e* de l'article 6.2 et ~~le sous-paragraphe~~ la disposition iv du sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement permettent les ordres à cours calculé, les ordres non standards et les ordres au cours de clôture parce qu'ils présentent des caractéristiques particulières qui les distinguent des autres ordres. Ces caractéristiques concernent le cours (pour les ordres à cours calculé et les ordres au cours de clôture) et les conditions de règlement non standards (pour les ordres non standards) qui ne sont établies par aucune bourse ni aucun système de cotation et de déclaration d'opérations.

e) Le paragraphe *f* de l'article 6.2 et ~~le sous-paragraphe~~ la disposition v du sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 6.4 du règlement autorisent les opérations exécutées en cas de marché croisé ~~pour~~ entre les ordres protégés visant un titre coté. Sans cette autorisation, aucun marché ne pourrait exécuter d'opérations ~~dans-ee~~ en ~~lorsque la meilleure offre d'achat protégée et la meilleure offre de vente protégée sont~~ croisées parce qu'il s'agirait de transactions hors cours. Comme la protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres protégés ou tranches d'ordres ~~affichés~~ protégés, il est possible que les ordres cachés ou en réserve restent dans le registre après exécution de tous les ordres protégés affichés, ce qui peut entraîner des marchés croisés entre les ordres protégés. Quiconque ~~réalise une opération croisée~~ croise intentionnellement la meilleure offre d'achat protégée ou la meilleure offre de vente protégée pour tirer avantage de ces dispositions commet une infraction à l'article 6.5 du règlement.

#### 6.4. Les marchés figés et croisés

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

Les autorités en valeurs mobilières du Canada considèrent qu'un ordre est « saisi » sur le marché lorsqu'il est acheminé ou que son cours a été modifié. Cependant, elles ne considèrent pas le déclenchement d'un ordre stop (aussi appelé ordre à arrêt unique) saisi antérieurement comme une « saisie » de l'ordre ou une « modification » de son cours.

2) L'article 6.5 du règlement ~~interdit à ne restreint pas la capacité d'~~un participant au marché ou ~~à d'~~un marché qui achemine des ordres ou ~~qui en modifie le cours de figer ou de~~en modifie le cours d'acheminer ou de saisir un ordre affiché qui figera ou croisera un autre ordre affiché qui n'est pas protégé.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 6.5. Disposition anti-échappatoire

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

### PARTIE 7 LA SURVEILLANCE ET LES MESURES D'APPLICATION

#### ~~7.1~~ 7.1 La surveillance et les mesures d'application des règles établies par la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations

Selon l'article 7.1 du règlement, la bourse reconnue établit des règles régissant la conduite de ses membres. Selon l'article 7.3 du règlement, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations établit des règles régissant la conduite de ses adhérents. La bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations peut surveiller la conduite de ses membres ou adhérents et prendre les mesures d'application des règles ainsi établies, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation. Le fournisseur de services de réglementation est une personne qui fournit des services de réglementation et qui est une bourse reconnue, un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou une entité d'autoréglementation reconnue.

Si la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations a conclu une entente écrite avec un fournisseur de services de réglementation, les règles adoptées par l'un ou l'autre conformément à la partie 7 du règlement devraient comprendre l'ensemble des règles du fournisseur qui se rapportent à la négociation. Par exemple, si la bourse ou le système a conclu une entente écrite avec l'OCRCVM, les règles qu'il adopte reprennent les Règles universelles d'intégrité du marché de cet organisme. La synchronisation des horloges, les désignations des opérations et les obligations d'arrêt des opérations sont des exemples de règles qui se rapportent à la surveillance, par le fournisseur de services de réglementation, des activités de négociation sur la bourse reconnue, le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations et entre les marchés.

Nous estimons que la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui a conclu une entente écrite avec le fournisseur de services de réglementation doit adopter l'ensemble de ses règles qui se rapportent à la négociation

compte tenu de leur importance pour la surveillance efficace des activités de négociation sur et entre les marchés. Nous soulignons que le fournisseur de services de réglementation est tenu de surveiller la conformité aux règles adoptées et de sanctionner les membres de la bourse reconnue ou les utilisateurs du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations. Il est également tenu de surveiller la conformité de la bourse reconnue ou du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations avec ces règles, mais il incombe à l'autorité en valeurs mobilières de sanctionner la bourse ou le système.

Selon les articles 7.2 et 7.4 du règlement, la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui choisit de confier la surveillance et les mesures d'application à un fournisseur de services de réglementation conclut avec lui une entente aux termes de laquelle celui-ci s'engage à prendre les mesures d'application des règles adoptées par l'un ou l'autre conformément au paragraphe 1 de l'article 7.1 ou 7.3.

Plus particulièrement, les articles 7.2 et 7.4 exigent que l'entente écrite conclue entre une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations et son fournisseur de services de réglementation prévoie que ce dernier assure la surveillance de la conformité aux règles établies au paragraphe 1 de l'article 7.1 ou 7.3 et prend des mesures d'application, et surveille la conformité aux règles adoptées conformément au paragraphe 3 de ces articles.

Le sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 7.2.1 prévoit que la bourse reconnue doit transmettre l'information dont le fournisseur de services de réglementation a raisonnablement besoin pour surveiller efficacement la conduite et les activités de négociation des participants au marché sur et entre les marchés. La surveillance des activités de négociation « entre les marchés » renvoie aux cas où certains titres sont négociés sur plusieurs marchés. Elle pourrait ne pas s'appliquer lorsque les titres sont négociés sur un seul marché.

En vertu du sous-paragraphe *ii* du paragraphe *a* de l'article 7.2.1, la bourse reconnue doit transmettre l'information dont le fournisseur de services de réglementation a raisonnablement besoin pour surveiller efficacement sa conformité aux règles adoptées conformément au paragraphe 3 de l'article 7.1. Par ailleurs, le paragraphe *b* de l'article 7.2.1 exige que la bourse reconnue se conforme à l'ensemble des ordres et directives de son fournisseur de services de réglementation qui ont trait à la conduite et aux activités de négociation de ses membres ainsi qu'à la supervision, par le fournisseur, de la conformité de la bourse aux règles adoptées conformément au paragraphe 3 de l'article 7.1.

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

Selon l'article 8.2 du règlement, le fournisseur de services de réglementation doit établir les règles à l'intention du SNP et de ses adhérents. Avant d'exécuter une opération pour un adhérent, le SNP doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation et une entente avec chaque adhérent. Ces ententes forment le fondement sur lequel le fournisseur de services de réglementation assurera la surveillance des activités de négociation du SNP et de ses adhérents et prendra les mesures d'application de ses règles. Les règles établies par le fournisseur de services de réglementation doivent notamment prévoir que le SNP et ses adhérents vont exercer leurs activités de négociation conformément au règlement. Le SNP et ses adhérents sont considérés comme se conformant au règlement et sont dispensés de l'application de la plupart de ses dispositions si le SNP et l'adhérent respectent les règles établies par le fournisseur de services de réglementation.

#### **7.2.3 La surveillance et les mesures d'application dans le cas de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations**

Selon l'article 9.1 du règlement, le fournisseur de services de réglementation doit établir des règles régissant la conduite de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations. Selon l'article 9.2 du règlement, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation, prévoyant notamment que celui-ci surveille les activités de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et prend les mesures d'application des règles établies par le fournisseur de services de réglementation. Toutefois, l'article 9.3 du règlement dispense l'intermédiaire

entre courtiers sur obligations de l'application des articles 9.1 et 9.2 du règlement dès lors qu'il se conforme à la Règle 2800 de l'OCRCVM, Code de conduite à l'intention des sociétés courtiers membres de la société négociant sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt, et ses modifications, comme si ce principe s'appliquait à lui.

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

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

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

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

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

- 1) En vertu de l'article 7.5 du règlement, les fournisseurs de services de réglementation, les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations doivent conclure une entente écrite visant à coordonner les mesures d'application des règles prévues aux parties 7 et 8. Cette coordination est nécessaire aux fins de la surveillance intermarchés.
- 2) Toute bourse reconnue ou tout système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui n'a pas engagé de fournisseur de services de réglementation demeure dans l'obligation de coordonner ses activités avec celles d'un fournisseur de services de réglementation et des autres bourses ou systèmes de cotation et de déclaration d'opérations sur lesquels les mêmes titres se négocient afin d'assurer une surveillance intermarchés efficace.
- 3) À l'heure actuelle, l'OCRCVM est le seul fournisseur de services de réglementation pour les titres de créance non cotés et les titres cotés, sauf les options et, au Québec, les dérivés standardisés. Lorsque plusieurs fournisseurs de services de réglementation réglementent des marchés sur lesquels un certain type de titre se négocie, les fournisseurs doivent coordonner la surveillance et les mesures d'application des règles établies.

### **PARTIE 8 LES RÈGLES SUR LA PISTE DE VÉRIFICATION**

#### **8.18.1. Les règles sur la piste de vérification**

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

de constituer une piste de données sur les ordres, les cotations et les opérations qui renforcera ses capacités de surveillance et d'examen.

#### **8.38.2. La transmission de l'information au fournisseur de services de réglementation**

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

#### **8.38.3. La forme électronique**

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

**Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules – Order Protection Rule**

The *Autorité des marchés financiers* (the “Authority”) is publishing amended text, in English and French, of the following Regulation:

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

The Authority is also publishing in this Bulletin amended text, in English and French, of the Policy Statement to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* in blackline version.

In Québec, the Regulation will be made under section 331.1 of the *Securities Act* and will be submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment. The Regulation will come into force on the date of its publication in the *Gazette officielle du Québec* or on a later date indicated in the Regulation. The Policy Statement will be adopted as a policy and will take effect concomitantly with the Regulation.

**Additional Information**

Further information is available from:

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

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

**April 7, 2016**

**CSA Notice of Publication**  
***Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules***  
***Amendments to Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules***

**April 7, 2016**

**Introduction**

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) have approved amendments to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (the Regulation, or Regulation 23-101) and its related Policy Statement (Policy Statement 23-101) (together, the Amendments) and are finalizing a methodology for the regulatory oversight of market data fees (the Data Fees Methodology).

We are publishing the text of the Amendments with this notice, together with certain other relevant information. The text of the Amendments will also be available on the websites of the CSA jurisdictions, including:

[www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)  
[www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)  
[www.bcsc.bc.ca](http://www.bcsc.bc.ca)  
[www.gov.ns.ca/nssc](http://www.gov.ns.ca/nssc)  
[www.fcnb.ca](http://www.fcnb.ca)  
[www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca)  
[www.fcaa.gov.sk.ca](http://www.fcaa.gov.sk.ca)  
[www.msc.gov.mb.ca](http://www.msc.gov.mb.ca)

Provided all necessary ministerial approvals are obtained, the Amendments will come into force on July 6, 2016, except as related to the market share threshold. The Amendments related to the market share threshold will come into force on October 1, 2016.

**Substance and Purpose**

The substance and purpose of the Amendments is to update Regulation 23-101 and Policy Statement 23-101 in relation to the application of the order protection rule (OPR), and in response to recent market developments. The Amendments adjust the rule framework in a manner that maintains the core principles of OPR, but address some of the inefficiencies and costs that have resulted from its implementation. Further, the Amendments add OPR-related guidance to Policy Statement 23-101 to address circumstances where a marketplace has introduced an intentional order processing delay.

## Background

Following a CSA review of OPR, we published proposed amendments to Regulation 23-101 and Policy Statement 23-101 on May 15, 2014 (the 2014 Notice)<sup>1</sup>. After considering the comments received in response to the initial publication, we have made non-material changes to certain aspects of the proposals. For additional background on the substance and purpose of the proposed amendments, please refer to the 2014 Notice.

In addition, on June 12, 2015 we published proposed amendments to Policy Statement 23-101 to address changes introduced to the functionality of certain marketplaces (the 2015 Notice)<sup>2</sup>. These marketplace functionality changes impose delays on the entry of orders into the trading engine of the marketplace that would, for a period of time, prevent the immediate execution of orders that are submitted to execute against displayed volume. The introduction of these delays, referred to as 'speed bumps', raised the question of whether OPR should apply to displayed orders on such marketplaces. In response to comments received to the 2015 Notice, we have made non-material changes to the language originally proposed. For additional background, please refer to the 2015 Notice.

## Summary of Written Comments Received by the CSA

In response to the 2014 Notice and the 2015 Notice, we received submissions from 27 commenters and 14 commenters, respectively. We have considered the comments received and thank all of the commenters for their input. A list of those who submitted comments and a summary of the comments and our responses are attached at Annexes B and C to this notice. Copies of the comment letters are available at [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca).

## Summary of the Amendments and Notable Changes

See Annex A for a summary of the Amendments, and a description of notable changes that have been made to the amendments proposed in the 2014 Notice and the 2015 Notice.

## Local Matters

Certain jurisdictions are publishing other information required by local securities legislation with this notice.

## Annexes

A. Summary of the Amendments and Notable Changes;

<sup>1</sup> Published in the *Bulletin de l'Autorité des marchés financiers*, volume 11, No. 19 of May 15, 2014.

<sup>2</sup> Published in the *Bulletin de l'Autorité des marchés financiers*, volume 12, No. 24 of June 18, 2015.

- B. List of commenters who provided submissions on the proposed amendments published on May 15, 2014 and the proposed amendments published on June 12, 2015;
- C. Summary of comments received on the 2014 Notice and the 2015 Notice, together with the CSA's response to the comments; and
- D. Data Fees Methodology.

### 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 <a href="mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca">serge.boisvert@lautorite.qc.ca</a>	Roland Geiling Derivatives Product Analyst Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers <a href="mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca">roland.geiling@lautorite.qc.ca</a>
Tracey Stern Manager, Market Regulation Ontario Securities Commission <a href="mailto:tstern@osc.gov.on.ca">tstern@osc.gov.on.ca</a>	Timothy Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Ontario Securities Commission <a href="mailto:tbaikie@osc.gov.on.ca">tbaikie@osc.gov.on.ca</a>
Alina Bazavan Senior Analyst, Market Regulation Ontario Securities Commission <a href="mailto:abazavan@osc.gov.on.ca">abazavan@osc.gov.on.ca</a>	Louis-Philippe Pellegrini Legal Counsel, Market Regulation Ontario Securities Commission <a href="mailto:lpellegrini@osc.gov.on.ca">lpellegrini@osc.gov.on.ca</a>
Paul Redman Principal Economist, Strategy & Operations Ontario Securities Commission <a href="mailto:predman@osc.gov.on.ca">predman@osc.gov.on.ca</a>	Lynn Tsutsumi Director, Market Regulation Alberta Securities Commission <a href="mailto:lynn.tsutsumi@asc.ca">lynn.tsutsumi@asc.ca</a>
Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission <a href="mailto:sasha.cekerevac@asc.ca">sasha.cekerevac@asc.ca</a>	Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission <a href="mailto:bsinclair@bcsc.bc.ca">bsinclair@bcsc.bc.ca</a>

## ANNEX A

### Summary of the Amendments and Notable Changes

This Annex summarizes the Amendments and describes the notable changes from the proposed amendments published in both the 2014 Notice and the 2015 Notice. Further, it provides details regarding additional matters relating to the Amendments. The information in this Annex is set out in the following sections:

1. Market Share Threshold
2. Locked or Crossed Orders
3. Trading Fees
4. Intentional Order Processing Delays
5. Data Fees Methodology
6. Best Execution Obligations and Disclosure
7. Pilot Study on Prohibition on Payment of Rebates by Marketplaces

For purposes of this Annex, we refer to marketplaces that will display orders that are protected pursuant to OPR, as 'protected marketplaces', and other marketplaces not displaying protected orders as 'unprotected marketplaces'.

#### **1. Market Share Threshold**

We continue to believe that OPR is a valuable part of the regulatory framework, but recognize that the current application of OPR has introduced inefficiencies and costs. Further, we believe the rule acts as a form of regulatory support for marketplaces by requiring that marketplace participants access either directly or indirectly, all protected marketplaces, and pay associated costs in doing so. The Amendments will provide flexibility to marketplace participants in determining if and when to access trading on certain marketplaces by limiting the application of OPR to orders displayed on marketplaces that meet a market share threshold determined by the CSA.

The comments received in relation to the publication of the 2014 Notice provided mixed views with respect to the market share threshold. Supporters of the threshold approach were not unanimous in support of the specific level of the threshold proposed, with arguments presented for both higher and lower percentages. Many commenters expressed the view that any threshold percentage applied would be an arbitrary figure. Those who were not supportive of the threshold approach conveyed concerns about both the impact on competition, as well as additional market complexities that would result from an environment where some visible marketplaces would display orders that

would be protected under OPR, while others would display orders that would not be protected.

We recognize the concerns expressed in some of the comment letters. However, after considering all of the comments received, we believe that at this time, the threshold approach is the most appropriate method of balancing the benefits of OPR with the costs associated with its application.

We remain supportive of marketplace competition, but believe that the benefits of competition should be achieved in combination with an allowance for users of marketplace services to exercise some element of discretion when determining whether to access marketplaces and pay for marketplace services. This is especially true in relation to the launch of new visible marketplaces in Canada, to which market participants are currently required to immediately connect or access in order to ensure compliance with OPR.

The market share threshold will be initially set in each jurisdiction by the regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority, at 2.5% based on an average share of the adjusted<sup>1</sup> volume and value traded (equally weighted) over a one-year period,<sup>2</sup> and applied at the market or facility level where the marketplace is comprised of more than one visible market or facility.<sup>3</sup> Excluded from the market share threshold calculation will be:

- trades involving dark passive orders,
- the non-interfered portion of intentional crosses,<sup>4</sup>
- trades from call markets or call facilities (including existing opening and closing call facilities)
- odd-lot trades,
- auto-executed trades in fulfillment of market maker obligations or participation rights, and
- trades involving special terms orders.

The displayed orders of a recognized exchange that does not meet the market share threshold will be protected, but only with respect to those securities listed by and traded on the exchange. In these circumstances, in a similar manner to the application of the market share threshold, protection for displayed orders for listed securities on a recognized exchange will be applied at the market or facility level where the recognized exchange is comprised of more than one market or facility.

<sup>1</sup> Volume and value traded will be adjusted to exclude certain trades.

<sup>2</sup> Volume and value will be calculated on a total market basis, rather than calculated separately on the basis of listing marketplace.

<sup>3</sup> Certain marketplaces have distinct visible continuous auction order books, to which the market share threshold will be applied separately.

<sup>4</sup> On some marketplaces, the execution of an intentional cross by a dealer can be broken up or "interfered" with by an existing order from same dealer, which has already been entered on the marketplace at the same price as the intentional cross. Because the interfering order would have been protected under OPR, it would be included in the market share calculation.

## (i) Market Share Threshold Calculation

Once the threshold is set in each jurisdiction by the regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority, the market share and the list of protected marketplaces will be made publicly available on the websites of both the CSA and the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC). The initial calculation of protected marketplaces will be effective for a six month period and will be published during the first week of June 2016. It will come into effect on October 1, 2016 and will be based on trading data from June 1, 2015 to May 31, 2016.

After the initial period, on an ongoing basis, the application of OPR for displayed orders as it relates to the market share threshold, will be effective for a period of one year, and subject to annual renewal. Marketplace participants will be given approximately three months after each list is published to facilitate any required operational changes. The criteria for calculating the threshold and the process for communicating the list of protected marketplaces for the effective period will also be made publicly available, and any changes to the market share threshold will be set by the regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority and will be communicated publicly via CSA Staff Notice.

For ease of reference, the following table outlines the initial 6 month timeframe and reference period, as well as the timing of the annual calculations thereafter.

	Calculation Period	Date of Publication of Protected Marketplace List	Effective Period
Initial Implementation	Trading data from June 1, 2015 to May 31, 2016	First week of June 2016	October 1, 2016 to March 31, 2017
First Full Implementation	Trading data from January 1, 2016 to December 31, 2016	By January 15, 2017	April 1, 2017
Ongoing Implementation	Trading data from the first through last day of the year annually	Annually by January 15 of each year	Annually on April 1

## (ii) Ongoing Review of the Impact of the Threshold

We intend to monitor the impact of the threshold on an ongoing basis. We commit to conducting a review of the impact and cost savings associated with the market share threshold and the percentage at which it is set, once one year of data is available and can be analyzed.

## (iii) Changes to Proposed Amendments in 2014 Notice

In the 2014 Notice we proposed to set the market share threshold at 5%. As noted above, the comments received in relation to the proposed threshold were mixed. As a result of both feedback received during the public comment process and CSA

discussions, we intend to set the market share threshold at 2.5% based on an equally weighted average of the share of adjusted volume and value traded.

This lower threshold will serve to address some of the concerns related to potential impacts on competition, but will still provide a base level of trading activity at or above which displayed orders will be protected. The lower market share threshold will still offer dealers an element of choice with respect to new marketplaces and those marketplaces below the threshold level.

## **2. Locked or Crossed Orders**

The provisions in section 6.5 of the Regulation related to locked or crossed orders will be limited in application to “protected orders”. This change will not preclude participants from entering orders on protected marketplaces that would lock or cross an order on an unprotected marketplace.

## **3. Trading Fees**

The Amendments will introduce a cap on active trading fees charged by marketplaces.<sup>5</sup> As proposed in the 2014 Notice, the cap will apply to continuous auction trading in equity securities and exchange-traded funds (ETFs) and will be set at \$0.0030 per share or unit traded for securities priced at or above \$1.00, and \$0.0004 per share or unit traded for securities priced below \$1.00.

As was discussed in the 2014 Notice, the \$0.0030 per share cap for securities priced at or above \$1.00 is set at the same level as the cap set in the U.S. under Rule 610(c) of Regulation National Market System. We recognize that the trading fee cap is higher than the fees currently charged by most Canadian marketplaces and acknowledge feedback received as part of the public comment process that the cap is too high. We are finalizing the cap as proposed, in order to establish an interim ceiling on active trading fees while we consider additional steps to address the level of trading fees in Canada.

We recognize the views of some stakeholders that the fee cap should be lower. However, our market is highly integrated with the U.S., and there is significant trading activity in securities that are listed in both Canada and the U.S. (Inter-listed Securities). As a result, we are concerned about potential negative consequences for the Canadian market from establishing a trading fee cap for Inter-listed Securities that is significantly different than comparable regulatory requirements in the U.S. As liquidity providers are sensitive to rebates they receive for posting orders on certain marketplaces, a decrease in fees charged by those marketplaces would also result in a decrease in rebates available to liquidity providers. If the difference in rebates between Canada and the U.S.

---

<sup>5</sup> In the context of the Amendments, active trading fees refer to fees charged by marketplaces for the execution of an order that was entered to execute against a displayed order on that marketplace in continuous auction trading.

for Inter-listed Securities is too large, a shift of liquidity to U.S marketplaces and widening spreads on Canadian marketplaces could result.

However, in addition to the fee caps approved as part of the Amendments, we have published today a separate notice requesting comment on a revised active trading fee cap applicable only to securities priced at or above \$1.00 that are listed on a Canadian exchange, but not also listed on a U.S. exchange (Non-Inter-listed Securities). The proposed cap on Non-Inter-listed Securities priced at or above \$1.00 would be \$0.0017 per share (further details can be found in that notice). Upon approval of this lower cap for Non-Inter-listed Securities, the active-trading fee cap of \$0.0030 per share for securities valued at \$1.00 or more would only apply to Inter-listed Securities.

#### **4. Intentional Order Processing Delays**

As previously noted, the 2015 Notice proposed amendments to Policy Statement 23-101 related to the implementation of marketplace 'speed bumps' that delay the entry of orders into a marketplace trading engine. We proposed to add OPR-related guidance to Policy Statement 23-101, such that where a marketplace has introduced an intentional order processing delay that results in the inability to provide for an immediate execution against displayed volume, orders displayed on that marketplace would not be "protected orders" as defined in the Regulation.

After considering the comments received, we are finalizing those proposals with certain non-material changes in response to requests by a number of commenters to clarify the language of the amendment. These changes are designed to provide greater clarity around how we interpret the definition of "automated trading functionality" in the Regulation and the types of factors considered in determining whether a marketplace offers the ability for an "immediate" execution.

#### **5. Data Fees Methodology**

To provide for a transparent process for regulatory oversight of real-time professional market data fees, we are finalizing and formally adopting the Data Fees Methodology proposed in the 2014 Notice, and currently being used informally in the review of professional market data fees in Ontario.

As discussed in the 2014 Notice, the Data Fees Methodology estimates a fee or fee range for top-of-book (Level 1) and depth-of-book (Level 2) market data for each marketplace based on their contribution to price discovery and trading activity.

The Data Fees Methodology has a three step approach that involves:

- the calculation of pre- and post-trade metrics;
- a ranking of marketplaces on a relative basis; and
- an estimation of a fee or fee range for the professional market data fees charged by each marketplace based on a reference amount.

Where relevant to the calculations, the pre-trade metrics will include quotes displayed across all Canadian marketplaces whether these orders are considered protected or unprotected for the purposes of OPR.

The Data Fees Methodology will be used to assess the relative value of real-time market data feeds provided by each marketplace to its professional data subscribers, and will be applied in the context of:

- (a) an annual review of professional market data fees charged by each marketplace for both Level 1 and Level 2 data feeds and reapproval where fees are determined to be unreasonably high; and
- (b) the review and approval of any changes to Level 1 and Level 2 professional market data fees proposed by marketplaces.

Subsection 3.2(5) of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* requires each recognized exchange and alternative trading system (ATS) to file an updated and consolidated Form 21-101F1 or Form 21-101F2 within 30 days after the end of each calendar year. In Ontario, the OSC will apply the Data Fees Methodology to the Level 1 and Level 2 professional market data fees submitted in that consolidation under Exhibit L – Fees, to determine if the marketplace's fees are higher than the range identified through the Data Fees Methodology.

The Data Fees Methodology will apply to all marketplaces regardless of their protected or unprotected status. This is because we believe it is appropriate to maintain a level of oversight and ensure a consistent balance across all marketplaces, between the value assessed using the Data Fees Methodology and the associated fees that are charged for data. This is particularly important in the context of compliance with applicable best execution requirements.

(i) Changes to the Proposed Data Fee Methodology

We note that although the general approach to market data fees has not changed relative to that proposed in the 2014 Notice, to reflect stakeholders' comments and our ongoing observations, the Data Fees Methodology has been adjusted as discussed below. For more detailed information, please refer to Appendix A-2 of the 2014 Notice, and Annex D to this notice.

(a) *Pre- and Post- trade Metrics*

Appendix A-2 to the 2014 Notice detailed a number of specific metrics, both pre- and post-trade which would be used to rank the relative contribution of each marketplace to price discovery and trading activity. One such metric, referred to as "\$Time(equal)", would measure a marketplace's contribution to the depth of liquidity quoted at the best bid and offer. Concerns have been expressed by stakeholders that the use of this

specific metric in a ranking model would inflate the ranking of marketplaces that display quotes in illiquid securities and could be subject to manipulation. Given these concerns, this specific pre-trade metric and the ranking model that uses it (discussed below) will no longer be included in the Data Fees Methodology.

One proposed post-trade metric, referred to as “Scope of Trading,” measured the number of symbols traded on each marketplace. In the 2014 Notice we identified certain disadvantages or downsides to the use of this metric in a ranking model, specifically that it might disproportionately advantage marketplaces with significant market share and disadvantage smaller competitors or new entrants. The use of the metric could also “double penalize” marketplaces that do not trade all securities, and could potentially be manipulated. Given further consideration, we have excluded the “Scope of Trading” metric from the ranking model in which it is used (discussed below). However, we will continue to use this metric independently of the ranking model to better understand the range of securities traded on each marketplace compared to all securities traded across all marketplaces.

*(b) Ranking Models*

Appendix A-2 to the 2014 Notice set out the proposed relative ranking models for marketplaces. Concerns were raised by commenters with respect to one ranking model, referred to as the “SIP(equal),<sup>6</sup>” that uses the “\$Time(equal)” metric discussed above. Specifically, commenters indicated that this ranking model would weigh the various pre-trade metrics it uses equally, rather than on the basis of value traded. Further, this ranking model would not distinguish between stocks that trade often and those that rarely trade, and as a result, would inflate the ranking of those marketplaces that trade in illiquid securities. Based on the concerns identified, we have excluded this ranking model from the Data Fees Methodology.

Further to the ranking models and as discussed above, in order to ensure that all marketplaces are treated fairly in the relative ranking process, we have adjusted the formula used for one specific ranking model, referred to as “Model 3,” to specifically exclude the “Scope of Trading” metric that we initially proposed to use in its calculation.

*(c) Interim Reference Benchmark*

In the 2014 Notice, we also highlighted two potential references (domestic and international) that could be used to allocate an estimated fee or fee range to a marketplace. We noted at that time that selecting the appropriate reference was a key element in ensuring the appropriate application of the Data Fee Methodology.

It is our intention to retain external assistance to determine the appropriate benchmark in the coming months. In the interim, we will apply the *domestic reference*, as described in the 2014 Notice, which aggregates the market data fees charged by all marketplaces

---

<sup>6</sup> The SIP(equal) model is based on metrics used by the U.S. Securities Information Processor.

into a single “pool” and then redistributes the amount based on the ranking models obtained through the Data Fee Methodology.

We recognize the concerns raised that existing fees are too high and a domestic benchmark based on an aggregated amount may be unreasonable. Despite this, we are of the view that we need to formally implement the Data Fee Methodology in order to manage existing fee levels. While the methodology will be used to address fees that are determined to be unreasonably high, we will not apply the methodology or the benchmark to support fee increases until such time as the appropriate benchmark has been established.

*(d) Non-professional Market Data User Fees*

We indicated in the 2014 Notice that we were concerned about the level of real-time market data fees charged by marketplaces to non-professional data users in Canada. We also indicated that we were considering either a cap on non-professional data fees at a rate set as a percentage of that marketplace’s reviewed and/or approved professional data subscriber rate, or the development of a methodology similar to the one applied to professional data users.

We will continue to monitor any developments in relation to the market data fees charged to non-professional users and will consider whether any action is necessary in the future.

## **6. Best Execution Obligations and Disclosure**

We are finalizing changes to Policy Statement 23-101 that will introduce guidance designed to provide greater clarity for dealers with respect to best execution and accessing marketplaces that a dealer is not required to access for purposes of regulatory compliance.

Further related to best execution, in the 2014 Notice we proposed amendments that would introduce new disclosure requirements for dealers regarding their best execution policies. This disclosure relates primarily to order handling / routing and potential conflicts of interest, and would ensure that clients are provided with a minimum level of information to assist in making informed decisions regarding the use of a dealer’s services.

We are not finalizing the proposed amendments in relation to dealer best execution disclosure at this time. On December 10, 2015, IIROC published for comment *Proposed Provisions Respecting Best Execution* and related guidance<sup>7</sup>. The proposed IIROC amendments would update and consolidate best execution requirements in both the Universal Market Integrity Rules (UMIR) and Dealer Member Rules (DMR) into a single Dealer Member Rule respecting best execution. The updates as proposed would serve to assist dealers in complying with best execution obligations in a multiple marketplace

<sup>7</sup> Published at: [http://www.iiroc.ca/Documents/2015/8df7a02c-4491-4fd0-b317-4c90bdc722a2\\_en.pdf](http://www.iiroc.ca/Documents/2015/8df7a02c-4491-4fd0-b317-4c90bdc722a2_en.pdf)

environment, and would reflect the amendments proposed in the 2014 Notice by the CSA.

We believe that delaying the finalization of the amendments proposed in the 2014 Notice related to dealer best execution disclosure will allow us to benefit from any comments received in relation to the proposed IROC amendments.

## **7. Pilot Study on Prohibition on Payment of Rebates by Marketplaces**

In the 2014 Notice, we expressed our intention to move forward with a pilot study that would examine the impact of disallowing the payment of rebates by Canadian marketplaces. We stated our view that the payment of rebates by a marketplace, or any other entity, impacts behaviours of marketplace participants in ways which may be contributing to increased fragmentation and segmentation of order flow, distorting the rationale for investment or trading decisions, and creating unnecessary conflicts of interest for dealer routing decisions that may be difficult to manage.

Although we continue to believe that a pilot study would be useful to determine what, if any, impact would result from disallowing the payment of rebates by marketplaces, significant issues have been raised both in the context of the comment process as well as through follow-on meetings with both industry participants and academics. The primary issue relates to the inclusion of Inter-listed Securities in a pilot study, and the potential negative consequences if a similar pilot was not also implemented in the U.S. We share the concerns raised about the potential loss or migration of liquidity in Inter-listed Securities if we were to proceed absent similar regulatory requirements in the U.S. We considered operating a pilot study that would exclude Inter-listed Securities but given their significance in terms of volume and value of trading activity<sup>8</sup>, we are not certain that such a study would provide meaningful results. We will continue to monitor regulatory trends and liaise with our U.S. regulatory colleagues, and will consider the possibility of a joint pilot if and when such an opportunity arises.

---

<sup>8</sup> Based on 2015 data, we estimate that trading in Inter-listed Securities in Canada represented approximately 28% of total volume and approximately 56% of total value (source: Bloomberg).

**ANNEX B****List of Commenters**2014 Notice

Acumen Capital Finance Partners Limited  
Aequitas Neo Exchange Inc.  
BlackRock Asset Management Canada Limited  
BMO Capital Markets  
Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies  
Canadian Securities Exchange  
Canadian Securities Traders Association, Inc.  
Chi-X Canada ATS Limited  
CIBC World Markets Inc.  
Investment Industry Association of Canada  
ITG Canada Corp.  
Katya Malinova and Andreas Park, Department of Economics, University of Toronto  
Leede Financial  
Liquidnet Canada  
National Bank Financial Inc.  
Omega Securities Inc.  
RBC Capital Markets  
RBC Dominion Securities Inc.  
RBC Global Asset Management  
Scotia Capital Inc.  
Stikeman Elliot LLP  
TD Asset Management  
TD Securities  
TMX Group Limited  
Tradebot Systems Inc.  
True North Vantage  
W.D. Latimer Co. Limited

2015 Notice

Aequitas NEO Exchange Inc.  
Canadian Securities Traders Association, Inc.  
Chi-X Canada ATS Limited  
CIBC World Markets Inc.  
ITG Canada Corp.  
KOR Group LLC  
National Bank Financial Inc.  
PI Financial Corp.  
RBC Dominion Securities Inc.  
RBC Global Asset Management Inc.  
Scotia Capital Inc.  
The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies  
The Investment Industry Association of Canada  
TMX Group Limited

## ANNEX C

## Summary of Comments and CSA Responses to 2014 Notice

Topic	Summary of Comments	CSA Response
<p data-bbox="253 459 391 554"><b>Market Share Threshold</b></p> <p data-bbox="253 625 391 684"><b>Threshold Level</b></p>	<p data-bbox="451 459 927 554">Most commenters expressed views on the threshold proposal, and the responses were mixed.</p> <p data-bbox="451 590 954 848">A number of commenters supported the threshold as proposed, at 5%. These commenters indicated that, as proposed, the threshold strikes a reasonable balance and allows dealers flexibility in making marketplace connectivity decisions, while maintaining most of the benefits of OPR.</p> <p data-bbox="451 884 951 1209">However, some of those who were generally supportive of the market share threshold expressed concern with the proposed threshold level. Specific concerns were related to the ability of unprotected markets to meet and/or maintain a 5% threshold, and potential negative impacts on competition. Some suggested revising the threshold to a lower level.</p> <p data-bbox="451 1245 963 1604">A number of commenters were not supportive of either the introduction of a market share threshold or the proposed level. They raised concerns related to the complexity that would be introduced by the threshold approach as well as the potential impact on competition. In addition, one commenter suggested that the threshold, as proposed, may exacerbate the problems that the CSA are looking to solve.</p>	<p data-bbox="984 590 1333 1110">We acknowledge that the comments received in relation to the market share threshold were mixed, both with respect to the introduction of a threshold and the proposed level. However, we continue to be of the view that the threshold approach is the most appropriate method of balancing the benefits of OPR with some of the inefficiencies and costs associated with its implementation.</p> <p data-bbox="984 1146 1333 1535">In the 2014 Notice we proposed a 5% market share threshold. Based on the comments received and further discussions, we are adjusting the threshold from 5% to 2.5%. We are of the view that a lower threshold addresses some of the concerns raised regarding the potential impact on competition.</p> <p data-bbox="984 1570 1333 1766">With respect to the complexity introduced into the system by the threshold, we note that evolving marketplace trading models related to order processing</p>

<p><b>Effect of Threshold on Competition</b></p>	<p>With respect to the impact of the proposed threshold approach, comments were mixed. However, as noted above many commenters expressed concern that the proposed 5% threshold could have a negative impact on competition and could represent a barrier to entry for new competitors.</p>	<p>delays have already driven regulatory decisions that introduced many of the same complexities highlighted by commenters.</p> <p>As noted above, we are reducing the threshold from 5% to 2.5%. We believe the threshold is important to balance some of the inefficiencies and costs of OPR, but acknowledge the concerns that in the context of the current market environment in Canada, 5% may be a barrier to competition.</p>
<p><b>Criteria for Calculating the Threshold</b></p>	<p>With respect to the metrics used in relation to the threshold, comments were mixed. Comments were generally supportive of the trading activity to be included in the calculation, but there was less consensus on the equal weighting of volume and value.</p>	<p>We continue to believe that equally weighting volume and value traded is appropriate in order to provide a more balanced outcome and account for marketplaces that trade primarily low-value securities.</p>
<p><b>Market share Threshold - Treatment of Listing Exchanges</b></p>	<p>Some commenters supported the proposed approach with respect to the treatment of listing exchanges that do not otherwise meet the market share threshold. Others however, expressed concern about the potential incentive for exchanges to list securities for the purposes of gaining order protection.</p>	<p>We continue to be of the view that it is important to provide protection to a recognized exchange that does not meet the market share threshold, but only with respect to its own listings. As indicated in the 2014 Notice, we do not believe that it is appropriate that a listing exchange be disadvantaged with respect to its own listings, to the advantage of a marketplace that might trade very little</p>

		<p>volume in those listed securities, but that otherwise meets the threshold. Further, we are supportive of continued protection for exchanges that contribute to the capital raising process.</p> <p>We acknowledge the concerns raised by commenters related to an exchange seeking cross-listings simply for purposes of gaining OPR protection. We intend to monitor trends in this regard going forward.</p>
<b>Time Frame for Market Share Calculation</b>	<p>Comments were mixed, with some supportive of the annual calculation proposed in the 2014 Notice and the three month implementation window. Others however, were concerned that the annual calculation was too long, and that marketplaces meeting the threshold during the annual period would be required to wait too long for protected status. Some suggested either a more frequent review period or a decrease in the threshold level.</p>	<p>As noted above, we have reduced the threshold from 5% to 2.5%, and believe this will address some of the concerns raised. However, we remain supportive of an annual measurement in order to decrease the costs on industry that might arise from more frequent calculations and potential changes to the list of protected marketplaces.</p>
<b>Locked and Crossed Orders</b>	<p>Comments received were split between those supportive of limiting the provisions to protected orders only, and those who disagreed with the proposed approach. Concerns were expressed by some in relation to complexities and the potential for investor confusion. Some believed that a dealer should be prohibited from locking or crossing orders on marketplaces to which they have access.</p>	<p>We continue to believe that instances of locked and crossed orders will be short in duration and are a necessary trade-off to achieve the intended outcomes of the market share threshold (providing for choice to manage inefficiencies and costs). We considered the alternative suggested by some commenters, but are concerned about the</p>

		increased complexity and costs of compliance monitoring by regulators that would result from such an approach.
<b>Best Execution Obligations and Disclosure</b>	Most commenters were supportive of both the proposed best execution guidance in Policy Statement 23-101 as well as the proposed best execution disclosure requirements.	We acknowledge the comments received. As discussed, we have postponed finalization of the best execution proposals in order to align the timing with similar proposals by IIROC.
<b>Trading Fee Caps</b>	<p>Most commenters were supportive of the proposed trading fee caps but indicated that the cap proposed for securities priced at or above \$1.00 is too high. A number of commenters indicated that this cap should be lower to better reflect the lower average price of Canadian securities relative to the United States.</p> <p>Some commenters were not supportive of introducing trading fee caps on the basis that trading fees are already subject to competitive forces and are approved by regulators.</p>	<p>As was proposed in the 2014 Notice, we will introduce a \$0.0030 per share cap on active trading fees for securities priced at and above \$1.00, and \$0.0004 per share for securities priced below \$1.00.</p> <p>We acknowledge the concerns expressed by commenters regarding the cap proposed for securities priced at \$1.00 and above. However, our market is highly integrated with the U.S. and we are concerned about the potential negative consequences for the Canadian market if we implement a trading fee cap for U.S. inter-listed securities that is different than the cap in the U.S.</p> <p>However, we are proposing a lower active trading fee cap for securities priced at \$1.00 and above that are listed on a Canadian exchange, but not listed on</p>

		a U.S. exchange (Non-Inter-Listed Securities). This new cap is being published in a separate CSA notice and request for comment.
<b>Prohibition on Payment of Rebates – Pilot Study</b>	<p>A number of commenters were supportive of regulatory action with respect to the payment of rebates. Some however, suggested that the CSA consider whether rebates are appropriate for certain securities such as those that are less liquid.</p> <p>Many commenters were supportive of the proposed pilot study but cautioned that the study must be carefully designed and appropriate metrics utilized.</p> <p>Others were not supportive of either the pilot study or any action on rebates in general. Certain commenters expressed the view that rebates are an important incentive for liquidity, and that prohibiting rebates will not solve for the issues identified in the 2014 Notice.</p> <p>Some commenters were not supportive of the proposed pilot study and were concerned about the potential outcomes and impacts on the attractiveness of the Canadian market. One commenter questioned whether issuers would be permitted to decline to participate in the study, given the potential impact on liquidity.</p>	<p>As noted, we are not proceeding with any action on rebates at this time. Although we are still supportive of a pilot study, we do not believe that meaningful results can be obtained from a study that does not include Inter-Listed Securities. We will continue to liaise with our regulatory counterparts in the U.S. and will consider a joint pilot study in the future if an opportunity arises.</p>
<b>Data Fees Methodology</b>	<p>Some commenters were supportive of the proposed methodology, indicating that it is a critical component in addressing some of the issues related to the level of real-time market data fees charged by certain marketplaces.</p> <p>Others were not supportive of the use of</p>	<p>We acknowledge all the comments received regarding the methodology and its application. We continue to be of the view that the data fee methodology is the most appropriate tool to manage</p>

	<p>the data fee methodology because, in their view, it did not address all the concerns expressed by the users of data. Specifically, one commenter expressed the view that the use of the methodology fails to address the issue of access to a consolidated data feed for all users at a reasonable price. Another commenter indicated that current fees should not be considered as the base for calculating the domestic benchmark as they are too high.</p> <p>A number of commenters expressed mixed views regarding the methodology and its use. One of these commenters, while supportive of the use of the methodology, pointed out that we should be focusing more on whether the aggregate amount of data fees is fair and reasonable, and less on the redistribution of this amount between marketplaces. Another commenter suggested that the practice of charging for data multiple times for a single user should be eliminated. Another commenter indicated that smaller marketplaces should not be allowed to charge for data.</p> <p>Some commenters also provided their views regarding certain pre- and post-trade metrics. Specifically, concerns were raised with respect to a particular pre-trade metric that would inflate the ranking of a marketplace that displays illiquid securities.</p>	<p>some of the existing fee levels. We will continue to monitor the application of the methodology with respect to current and proposed fees and if necessary, will adjust it over time.</p> <p>Additionally, in response to the comments received, we have eliminated one pre-trade metric and the ranking model that used this metric.</p> <p>We also acknowledge the comments received in relation to the use of the domestic reference benchmark. It is our intention to engage external assistance in determining the appropriate benchmark. In the meantime, while we will use the domestic benchmark, we will not apply the methodology or the benchmark to support any fee increases by marketplaces until such time as the appropriate benchmark has been established.</p>
<p><b>Membership and connectivity fees</b></p>	<p>A number of commenters expressed views on the regulation of membership and connectivity fees. The responses were mixed.</p> <p>The majority of commenters that responded to this question believe that marketplace membership and connectivity fees should be regulated as</p>	<p>We will not make regulatory changes in relation to membership and connectivity issues at this time but will continue to monitor such fees to determine if future action is warranted</p>

	<p>market participants are required by regulation to connect to protected marketplaces. Several of these commenters explained that this is particularly important to ensure that marketplaces do not institute unwarranted increases of these fees; for example, to mitigate lost revenues due to forthcoming restrictions on other marketplace fees.</p> <p>Other commenters believe that additional regulation is unnecessary in this space because fees are reviewed by regulators currently and because market participants have the ability to connect indirectly to protected marketplaces. Several of these commenters believe that membership and connectivity fees should be monitored by regulators.</p>	
--	--	--

### Summary of Comments and CSA Responses to 2015 Notice

Topic	Summary of Comments	CSA Response
<p><b>General Comments</b></p>	<p>Many commenters provided their views specifically on the revised Alpha model and approval process that resulted in the implementation of an order processing delay.</p> <p>Many commenters expressed a preference for repealing OPR and moving to a best execution model.</p>	<p>The Alpha model was subject to a separate comment period, and the Ontario Securities Commission received and considered all feedback associated with this proposal during the review and approval process.</p> <p>Further, as it relates to a 'hybrid' OPR environment where some marketplaces display protected orders while others do not, we received feedback on the same complexities as part of the 2014 proposed OPR amendments (in the context of a market share threshold). The Ontario Securities Commission considered all of these comments in the context of the Alpha proposal and the CSA has considered them in the context of the Proposed Amendments.</p> <p>We continue to believe that the objectives of OPR are important, and we support maintaining the rule as part of the regulatory framework, in order to promote confidence and provide an incentive to contribute to the price discovery process. Best execution and OPR are complementary rules; one is an obligation to the market as a whole, and the</p>

	<p>Some commenters expressed the belief that regulators should provide enhanced best execution guidance in relation to a 'hybrid' OPR environment – specifically, how an unprotected marketplace should be considered from the perspective of best execution.</p>	<p>other a duty owed to individual clients. We have discussed the approach of moving solely to a best execution model at length, and are not yet satisfied that this approach would result in the best outcome for the entire market.</p> <p>Historically, the approach to best execution has been principles-based, rather than a 'checklist' of factors. A 'hybrid' OPR environment will require additional considerations by dealers when determining whether to access 'unprotected' marketplaces from the perspective of best execution. We also note that we have finalized elements of the 2014 OPR proposals that provide additional guidance for best execution. The CSA along with IIROC, will consider whether further guidance is necessary.</p>
<p><b>Question 1: Should OPR apply to marketplaces that impose an order processing delay? If so, should it apply to some or all? What factors should be considered?</b></p>	<p>A number of commenters believed that OPR should not apply to displayed orders on marketplaces that impose an order processing delay, and that any marketplace that imposes a delay should be considered on similar terms. One commenter noted that protecting quotes on 'speedbump' markets would be contrary to the principles OPR was designed to uphold.</p> <p>One commenter was of the view that OPR should continue to apply to marketplaces that impose order processing delays.</p>	<p>Our view continues to be that where a marketplace does not provide for the ability for an immediate execution against displayed volume, that marketplace does not offer "automated trading functionality" as currently defined in Regulation 23-101. Therefore under the rules, such marketplaces are not displaying "protected orders".</p>

	<p>Some commenters expressed the view that all order processing delays should not be treated equally.</p> <p>Some commenters expressed the view that greater consideration and clarity is required regarding what the CSA would consider to be an “intentional order processing delay”.</p> <p>A number of commenters indicated that a ‘hybrid’ OPR model was too complex.</p>	<p>We have revised the original proposed language in Policy Statement 23-101 to provide additional clarity.</p> <p>We recognize that additional complexity will result from an environment where some visible marketplaces are displaying protected orders, while others are not. However, complexity has been a trend experienced in many global markets, as participants seek solutions to various challenges and issues, and marketplaces utilize technology to innovate and provide solutions. We are supportive of innovation and believe that these complexities will continue to be managed. We will however, continue to ensure that the principles behind the regulatory framework are maintained, that rules are applied in a consistent manner, and that negative impacts are addressed appropriately.</p>
<p><b>Question 2: What are the outcomes and impacts of an</b></p>	<p>A number of commenters expressed concern regarding the National Best Bid and Offer (NBBO). Specifically, questions were raised about the formulation of the NBBO in terms of what</p>	<p>Amendments to IIROC’s Universal Market Integrity Rules (UMIR) were approved on September 18, 2015. These amendments</p>

<p><b>environment where not all displayed orders are protected under OPR?</b></p>	<p>data will be considered, whether separate feeds will exist, and which NBBO will be used to determine the required price improvement for trades with dark orders.</p> <p>Some participants expressed concern about the potential for complexity and confusion due to increased locked and crossed orders, while another commenter believed that occasional locked and crossed markets will not result in major impacts.</p>	<p>revised the definitions of “best bid price” and “best ask price” to limit their determination to orders displayed on a “protected marketplace” (as defined in Regulation 23-101).</p> <p>Additionally, the Information Processor now offers two different feeds: one which represents the NBBO only from marketplaces that display protected orders, and one representing information from all Canadian marketplaces that display orders (both ‘protected’ and ‘unprotected’). Participants can consume those marketplace feeds that are necessary for their requirements.</p> <p>Given the rapid nature of quoting and trading activity, we believe that instances where orders are locked or crossed will generally be short in duration. To provide for a ‘hybrid’ OPR environment we have finalized amendments to the locked and crossed provisions proposed in the 2014 Notice, that would limit the prohibition on intentional locking and crossing to protected orders only. Further, we note that the requirements will continue to restrict any further orders from being entered that would intentionally lock or cross with a protected</p>
---	---	---

	<p>A number of commenters expressed concern regarding the treatment of 'unprotected' marketplaces from the perspective of best execution. Some questioned whether dealers will be able to meet their best execution obligations, absent clear regulatory guidance.</p>	<p>order.</p> <p>We have finalized proposed amendments to Regulation 23-101 and Policy Statement 23-101 that provide additional best execution guidance. We believe these changes will assist dealers in managing their obligations in an environment where not all displayed marketplaces are required to be accessed for purposes of OPR. A determination of whether a marketplace should be accessed for purposes of best execution should be made by an individual dealer as part of the broader process of establishing policies and procedures. These considerations are dependent on a variety of factors and we remain committed to a principles-based approach to best execution.</p>
<p><b>Question 3: What are the expected changes or outcomes for retail dealers and retail clients?</b></p>	<p>Commenters presented mixed views in relation to the impact on retail clients. Some believed that retail investors will have little ability to judge the quality of fills they will receive and that the Amendments will create a complex environment that will not be understood. Some were concerned that retail investors may experience a reduction in the ability to capture liquidity. Others felt that the existence of 'unprotected' marketplaces will have little impact on</p>	<p>We will continue to monitor the impacts of the Amendments in terms of outcomes to all market participants, including retail clients. Retail dealers will continue to have a best execution obligation to their clients, and should evaluate their best execution policies and procedures on an ongoing basis to ensure</p>

	<p>retail clients and that dealers will have greater flexibility in accessing various marketplaces in the context of best execution.</p>	<p>that any decisions to not access 'unprotected' marketplaces continue to be supportable. For retail clients seeking a better understanding of how their dealer manages their orders, the requirements for enhanced disclosure should assist in this process.</p>
<p><b>Question 4:</b> <b>Are there implications that have not been addressed that should be considered?</b></p>	<p>Commenters highlighted similar implications and issues noted in response to previous questions. These include concerns about the determination of the NBBO, impact on the ability to gauge accessible liquidity, impacts on best execution, and impact on market integrity.</p> <p>One commenter expressed the view that a marketplace could display both protected and unprotected orders and suggested that there are other "systematic delays" that should be treated similarly.</p>	<p>Please see responses above. We reiterate that we will continue to monitor the impacts of order processing delays on all market participants and if negative outcomes result, we will take appropriate action.</p> <p>We are of the view that where a marketplace imposes an order processing delay, that marketplace does not provide "automated trading functionality." To meet the requirements of the definition, we believe that a marketplace must provide the ability for an immediate execution for all orders. As a result, we do not support the suggestion that where a delay is imposed, a marketplace could display both protected and unprotected orders.</p> <p>We have amended the original proposed language in Policy Statement 23-101 to provide greater clarity around the consideration and treatment of intentional order processing delays.</p>



## ANNEX D

### Data Fees Methodology

The Data Fee Methodology described below will be used to determine each marketplace's relative contribution to pre- and post-trade activities. The scope of the methodology is to determine whether the professional market data fees charged by the marketplaces in Canada reflect each marketplace's share of trading activity.

The methodology consists of three steps:

1. Calculation of pre- and post-trade metrics
2. Ranking of marketplaces based on the pre- and post-trade metrics calculated in step 1
3. Assigning an estimated fee range to each marketplace

The methodology uses the following notations for the pre- and post-trade metrics and the ranking methods:

Notation	Description
i	A transparent marketplace
m	Total number of transparent marketplaces
j	Securities traded on a transparent marketplace
J	Total securities traded on all transparent marketplaces
t	A Trade executed on a transparent marketplace
n	Total trades executed on a transparent marketplace
T	Total trades executed on all transparent marketplaces
d	A trading day
D	All trading days for the period under review

#### a. Pre-Trade Metrics

1. **Percent of Best Bid and Offer (BBO)**<sup>1</sup> - means the percent of the day for which a marketplace had a quote at the national best bid (BB) or best offer (BO) for security *j*. This metric is scaled to sum to one.

$$\%BBO_i = \frac{BBO_i}{\sum_{i=1}^m BBO_i}$$

$$BBO_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{\text{Seconds at } BB_j + \text{Seconds at } BO_j}{2 * (6.5 * 60 * 60)} * 100$$

<sup>1</sup> The time at BBO could be calculated in fractions of a second, given the rapidity of quoting.

This metric rewards marketplaces for being at the BBO for a longer period during the day. This metric is constructed from standard quote data. In order to ensure that the addition of each marketplace sums to one, the individual metrics for each marketplace are summed to come up with a market-wide daily percent at the BBO, and each individual marketplace's percentage is then divided by this total to scale the metric to one.

- 2. Percent of Best Spread** - means the percent of the day that a marketplace was quoting the narrowest spread for security  $j$ . This metric is scaled to sum to one.

$$\%Spread_i = \frac{Spread_i}{\sum_{i=1}^m Spread_i}$$

$$\%Spread_i = \frac{1}{J} \sum_{j=1}^J \frac{Seconds\ at\ tightest\ spread_j}{6.5 * 60 * 60} * 100$$

This metric tends to reward marketplaces for providing liquidity at both the BB and BO, by establishing the narrowest spread on the market. This metric is also constructed from quote level data. In order to ensure that the addition of each marketplace sums to one, the individual metrics for each marketplace are summed to come up with a market-wide daily percent at the narrowest spread, and each individual marketplace's percentage is then divided by this total to scale the metric to one.

- 3. \$Time(value)** - means the percent of quoted-time-dollar-volume for a marketplace, out of the total time-dollar-volume for the entire market for the period, when only the BB and BO are considered. Each stock is weighted by the value traded in the period of consideration, as described in the weighting "w" below.

$$\begin{aligned} \$Time(value)_i &= \frac{Time(v)_i}{\sum_{i=1}^m Time(v)_i} Time(v)_i \\ &= \frac{\sum_{j=1}^J [Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BB + Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BO] * w_j}{\sum_{j=1}^J \sum_{i=1}^m (Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BB + Price_j * Volume_j * seconds\ at\ BO) * w_j} \\ &\quad * 100 \end{aligned}$$

$$w_j = \frac{\$Volume_{t,j}}{\sum_{t=1}^T \sum_{i=1}^J \$Volume_{t,j}}$$

The use of the value weighting places more emphasis on those stocks that trade heavily and less emphasis on stocks that do not trade frequently. At the extreme, a stock that does not trade at all will not be allocated any weight under this metric.

## b. Post-Trade Metrics

- 1. Percent of each marketplace's volume** - means the volume traded on each marketplace divided by the total volume traded on all marketplaces in the period.

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

This metric rewards traded volume and tends to favour those marketplaces that trade in relatively low-priced shares, as it considers only the number of shares traded, not their value. In an extreme scenario, if a marketplace traded only low-priced stocks, this metric would inflate their overall share of the entire market.

- 2. Percent of each marketplace's number of trades** - means the number of trades executed on each marketplace divided by the total number of trades on all marketplaces in the period.

$$\%Number_i = \frac{Number_i}{\sum_{i=1}^m Number_i} * 100$$

This metric rewards those marketplaces that have a larger number of trades. This metric could be manipulated by encouraging traders to break their orders up into smaller pieces. If this were done, neither the volume nor the dollar volume traded would change, but the number of trades would increase significantly.

- 3. Percent of each marketplace's dollar volume (value)** - means the dollar volume traded on each marketplace divided by the total dollar volume traded on all marketplaces in the period. Dollar volume is the product of the price and volume of each trade.

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

$$\$Volume = Price * Volume$$

This metric takes the value of the transactions into account. This tends to avoid the biases that may be present in the volume metric. However, due to the requirement that crosses matched by a dealer be reported to a marketplace, it is possible that a marketplace being measured on this metric could provide incentives (such as trading rebates) to dealers to ensure that crosses are reported on their marketplace. In this way, the marketplace would have a much larger share of dollar volume without necessarily contributing to pre-trade price discovery.

- 4. Percent of square-root dollar volume for each trade** - means the square-root of

the \$Volume of each trade  $t$  executed on each marketplace divided by the sum of the square-root of the \$Volume traded on all marketplaces in the period.

$$\% \sqrt{\$Volume_i} = \frac{\sqrt{\$Volume_{i,t}}}{\sum_{t=1}^n \sum_{i=1}^m \sqrt{\$Volume_i}} * 100$$

The square-root of dollar volume is individually constructed for each transaction. This metric is not widely published, but it is easily constructed from trade reports. This metric reduces the importance of larger trades in relation to smaller trades. This can help alleviate the problem of very large crosses inflating a marketplace's contribution to price discovery. This metric has the potential disadvantage that trades in low-priced stocks (on the order of \$1 to \$2) will not be reduced at all, and will consequently be disproportionately represented. If a marketplace were to trade very frequently at these very low dollar values, their contribution to price discovery would be inflated by this metric.

**5. Scope of trading on each marketplace** - means the average over the period of the number of symbols with greater than 1 traded on each marketplace on day  $d$ , divided by the number of symbols traded on all marketplaces for that day.

$$Scope_i = \frac{1}{D} \sum_{t=1}^T \frac{Number\ of\ symbols\ traded_{i,d}}{MAX[Number\ of\ symbols\ traded_{i,t}] \ i = [1 - m]}$$

Scope of trading provides a metric that measures the number of symbols a marketplace trades. This metric, when used in combination with other post-trade metrics, has the disadvantage of "double penalizing" marketplaces for not trading all securities. By construction, scope of trading will be very high for exchanges (such as the TSX) and will be lower for newer marketplaces that have yet to gain market share in less liquid stocks. While it does measure the "activity" of marketplaces, a marketplace that only trades in half of the total listed symbols is, by definition, penalized for not trading all of those symbols. Thus, if scope is used by itself, it can be a valuable indicator of the activity levels of marketplaces, but if it is applied in conjunction with other metrics, it may disproportionately favour existing exchanges and large ATs.

The downside of this metric is that if a marketplace wanted to achieve a scope as close as possible to one (i.e. all listed securities would be trading on this marketplace), marketplace participants could be rewarded (through credits or discounts at market open) for becoming the "first" participant of the day in any given security. In this way, marketplaces could ensure at least one trade in every security without providing any meaningful liquidity or price discovery.

### c. Ranking Models

In order to rank each marketplace's contribution to price discovery we constructed two models from the pre- and post-trade metrics. While each model is constructed placing equal importance on the pre- and post-trade metrics, this was an arbitrary decision.

1. **SIP Value** – is based on the revenue distribution model used by the U.S. SIP.

$$\left[ \frac{\% \sqrt{\$Volume_i} + \% Number_i}{2} \right] * 0.5 + \$Time(value)_i * 0.5$$

This model incorporates the metrics used by the U.S. SIP to distribute revenue amongst participating marketplaces. The post-trade metrics used are equally weighted, and are composed of each marketplace's share of square-root dollar volume and number of trades. Both of these post-trade metrics together are assigned a weighting of 50% of the value of the model.

The pre-trade metric used is the value weighted percent of quoted dollar - time. This is also given a 50% weighting in the final model. The weighting of this model by the value traded in each security provides a greater emphasis on those stocks that are heavily traded, rewarding marketplaces more for providing liquidity where the majority is consumed.

2. **Model 3** - differs significantly from the previous model. For the post-trade element, this model considers each marketplace's share of traded volume, share of trades and share of dollar-volume. These three elements are given equal weighting in this index. The pre-trade metrics considered are the percent of the day spent at the best spread and the percent of the day spent at the BBO. Each of these two pre-trade elements is equally weighted. The resulting pre- and post- trade metrics are then equally weighted to come up with the final index.

$$\left[ \frac{\%Volume_i + \%Number_i + \% \$Volume_i}{3} \right] * 0.5 + \left[ \frac{\%Spread_i + \%BBO_i}{2} \right] * 0.5$$

### d. Assigning an estimated fee or fee range

After calculating these ranking methods, we would use them to assess whether a marketplace's existing (or proposed) fee is related to its share of trading activity. We use the domestic reference that takes the data fees charged by each marketplace and aggregates them into a single "pool". The result is then considered to be the appropriate fee for the Canadian market, and this result is then re-distributed, based on the two ranking models, giving us four estimated fees for each marketplace.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES**

Securities Act

(chapter V-1.1, s. 331, par. (1), (3.1), (4.1), (9.1), (32), (32.0.1) and (34), and s. 334)

**1.** Section 1.1 of Regulation 23-101 respecting Trading Rules (chapter V-1.1, r. 6) is amended:

(1) by replacing, in the definition of the expression “automated functionality”, the words “automated functionality” with the words “automated trading functionality”;

(2) by replacing the definition of the expression “directed action order” with the following:

““directed-action order” means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than an option, that,

- (a) when entered on or routed to a marketplace, is to be immediately
  - (i) executed against a displayed order with any remainder to be booked or cancelled; or
  - (ii) placed in an order book;
- (b) is marked as a directed-action order; and
- (c) is entered on or routed to a marketplace
  - (i) to execute against a best-priced displayed order, or
  - (ii) at the same time that another order is entered on or routed to a marketplace to execute against any protected order with a better price than the entered or routed order;”;

(3) by replacing paragraph (a) in the definition of the expression “protected bid” with the following:

- “(a) that is displayed on a marketplace that provides automated trading functionality and
- (i) the marketplace meets or exceeds the market share threshold as set for the purposes of this definition by the regulator, or in Québec, the securities regulatory authority; or
  - (ii) if the marketplace is a recognized exchange, the bid is for a security listed by and traded on that recognized exchange;”;

(4) by replacing paragraph (a) in the definition of the expression “protected offer” with the following:

- “(a) that is displayed on a marketplace that provides automated trading functionality and
- (i) the marketplace meets or exceeds the market share threshold as set for the purposes of this definition by the regulator, or in Québec, the securities regulatory authority; or
  - (ii) if the marketplace is a recognized exchange, the offer is for a security listed by and traded on that recognized exchange;”.

2. Section 6.3 of the Regulation is amended:

(1) by replacing, in paragraph (2), the words “a marketplace that routes an order to another marketplace must immediately notify” with “the marketplace that is executing the transaction or routing the order for execution must immediately notify the following of the failure, malfunction or material delay:”;

(2) by inserting, in paragraph (3) and after the words “concludes that a marketplace”, the words “displaying a protected order”.

3. Section 6.5 of the Regulation is replaced with the following:

**“6.5. Locked or Crossed Orders**

A marketplace participant or a marketplace that routes or reprices orders must not intentionally enter a displayed order on a marketplace that is subject to section 7.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (chapter V-1.1, r. 5), 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.”.

4. The Regulation is amended by inserting, after section 6.6, the following section:

**“6.6.1. Trading Fees**

(1) In this section, “exchange-traded fund” means a mutual fund,

(a) the units of which are listed securities or quoted securities, and

(b) that is in continuous distribution in accordance with applicable securities legislation.

(2) A marketplace that is subject to section 7.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (chapter V-1.1, r. 5) must not charge a fee for executing an order that was entered to execute against a displayed order on that marketplace greater than

(a) \$0.0030 per security traded for an equity security, or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of each security or unit traded is greater than or equal to \$1.00; or

(b) \$0.0004 per security traded for an equity security, or per unit traded for an exchange-traded fund, if the execution price of each security or unit traded is less than \$1.00.”.

5. Section 6.7 of the Regulation is amended by replacing the words “better-priced orders on a marketplace” with the words “better-priced protected orders”.

6. This Regulation comes into force on July 6, 2016, except paragraphs 3 and 4 of section 1, which come into force on October 1, 2016.

**POLICY STATEMENT TO REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES****PART 1 INTRODUCTION****1.1. ~~1.1~~ Introduction**

The purpose of this Policy Statement is to state the views of the Canadian securities regulatory authorities on various matters related to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (~~chapter~~chapter V-1.1, r. 6) (the “Regulation”), including

- (a) a discussion of the general approach taken by the Canadian securities regulatory authorities in, and the general regulatory purpose for, the Regulation; and
- (b) the interpretation of various terms and provisions in the Regulation.

**~~1.2~~1.2. Just and Equitable Principles of Trade**

While the Regulation deals with specific trading practices, as a general matter, the Canadian securities regulatory authorities expect marketplace participants to transact business openly and fairly, and in accordance with just and equitable principles of trade.

**PART 1.1 DEFINITIONS****~~1.1.1~~1.1.1. Definition of best execution**

(1) In the Regulation, best execution is defined as the “most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances”. In seeking best execution, a dealer or adviser may consider a number of elements, including:

- a. price;
- b. speed of execution;
- c. certainty of execution; and
- d. the overall cost of the transaction.

These ~~four~~four broad elements encompass more specific considerations, such as order size, reliability of quotes, liquidity, market impact (i.e. the price movement that occurs when executing an order) and opportunity cost (i.e. the missed opportunity to obtain a better price when an order is not completed at the most advantageous time). The overall cost of the transaction is meant to include, where appropriate, all costs associated with accessing an order and/or executing a trade that are passed on to a client, including fees arising from trading on a particular marketplace, jitney fees (i.e. any fees charged by one dealer to another for providing trading access) and settlement costs. The commission fees charged by a dealer would also be a cost of the transaction.

(2) The elements to be considered in determining “the most advantageous execution terms reasonably available” (i.e. best execution) and the weight given to each will vary depending on the instructions and needs of the client, the particular security, the prevailing market conditions and whether the dealer or adviser is responsible for best execution under the circumstances. Please see a detailed discussion below in Part 4.

**1.1.2. Definition of automated trading functionality**

Section 1.1 of the Regulation includes a definition of “automated trading functionality” which is the ability to:

- (1) act on an incoming order;

- (2) respond to the sender of an order; and
- (3) update the order by disseminating information to an information processor or information vendor.

Automated trading functionality allows for an incoming order to execute immediately and automatically up to the displayed size and for any unexecuted portion of such incoming order to be cancelled immediately and automatically without being booked or routed elsewhere. Automated trading functionality involves no human discretion in determining the action taken with respect to an order after the time the order is received. A marketplace with this functionality should have appropriate systems and policies and procedures relating to the handling of immediate-or-cancel orders.

#### 1.1.2.1. Application to marketplaces implementing intentional order processing delays

(1) Paragraph (b) of the definition of “automated trading functionality” refers to the ability of a marketplace to “immediately and automatically execute an order marked as immediate-or-cancel against the displayed volume”.

With respect to the application of sections 6.1 and 6.4, Canadian securities regulatory authorities are of the view that where a marketplace has introduced functionality that imposes an intentional order processing delay that is not applied in the same way to all orders, that marketplace does not provide the ability for an immediate execution against the displayed volume and therefore, does not offer “automated trading functionality”. As a result, an order on that marketplace would not be a “protected order” as defined in the Regulation.

Delays in the execution of an order on a particular marketplace might result from operational or technological decisions by a marketplace. The determination of whether the marketplace with a delay offers the ability to immediately execute an order would also be based on, among other factors, how the operational model of the marketplace itself is applied, and the impact of the model or delay as it relates to fair and orderly trading. Although these delays generally would be considered intentional, they could still result in “immediate” executions on that marketplace, despite the fact that executions could be achieved faster on marketplaces that make different decisions.

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

(2) For greater certainty, an order processing delay that is imposed solely to comply with securities legislation is not considered an intentional delay.

#### **1.1.3. Definition of protected order**

(1) A “protected order” is defined to be a “protected bid or protected offer”. A “protected bid” or “protected offer” is an order to buy or sell an exchange-traded security, other than an option, that is displayed on a marketplace that provides automated trading functionality and about which information is provided to an information processor or an information vendor, as applicable, pursuant to Part 7 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (chapter V-1.1, r. 5). In addition, a “protected bid” or “protected offer” is a bid or offer displayed on a marketplace that meets or exceeds the market share threshold as set by the regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority, or on a recognized exchange that does not meet the market share threshold and the bid or offer displayed is for a security listed by and traded on the recognized exchange.

(2) The regulator, or in Quebec, the securities regulatory authority, will apply the threshold on an established periodic basis to assess which marketplaces, including which markets or facilities of a marketplace, meet or exceed the market share threshold for the purposes of the definitions of “protected bid” and “protected offer”. The market share threshold will be applied at the market or facility level where the marketplace is comprised of more than one visible continuous auction order book, and will not be calculated in aggregate

across those different markets or facilities. A list of those that meet or exceed the market share threshold will be published on the websites of the Canadian securities regulatory authorities and the regulation services provider, so that marketplace participants can easily identify the marketplaces on which displayed orders will be considered to be protected orders in accordance with subparagraph (a)(i) of the definitions of “protected bid” and “protected offer”. An updated list will be published after each periodic assessment of which marketplaces meet or exceed the market share threshold, and participants will be given an appropriate amount of time before the effective date of the published list to make any changes to operational processes that might be needed.

(3) In accordance with subsection (a)(ii) of the definitions of “protected bid” and “protected offer”, a protected order is also an order displayed on a marketplace that has not met the market share threshold where that marketplace is a recognized exchange, and the order being displayed is for a security listed by and traded on the exchange. The published list will also identify any such recognized exchanges.

(4) The market share threshold criteria, including the specifics regarding the time periods covered by the calculation and the effective date and duration of the published lists, will also be made public. The application of these criteria will be monitored and reviewed, and modifications will be made if and where appropriate or necessary. Advance public notice will be made regarding any changes to the market share threshold criteria.

(5) The term “displayed on a marketplace” refers to the information about total disclosed volume on a marketplace. Volumes that are not disclosed or that are “reserve” or hidden volumes are not considered to be “displayed on a marketplace”. The order must be provided in a way that enables other marketplaces and marketplace participants to readily access the information and integrate it into their systems or order routers.

(26) Subsection 5.1(3) of Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation does not consider orders that are not immediately executable or that have special terms as “orders” that are required to be provided to an information processor or information vendor under Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation. As a result, these orders are not considered to be “protected orders” under the definition in the Regulation and do not receive order protection. However, those executing against these types of orders are required to execute against all better-priced protected orders first. In addition, when entering a “special terms order” on a marketplace, if it can be executed against existing protected orders despite the special term, then the order protection obligation applies.

#### 1.1.4. Definition of calculated-price order

The definition of “**calculated-price order**” refers to any order where the price is not known at the time of order entry and is not based, directly or indirectly, on the quoted price of an exchange-traded security at the time the commitment to executing the order was made. This includes the following orders:

(a) a call market order — where the price of a trade is calculated by the trading system of a marketplace at a time designated by the marketplace;

(b) ~~(b)~~ an opening order — where each marketplace may establish its own formula ~~for the determination of opening prices;~~  
for the determination of opening prices;

(c) ~~(c)~~ a closing order — where execution occurs at the closing price on a particular ~~marketplace, but at the time of order entry, the price is not known;~~  
marketplace, but at the time of order entry, the price is not known;

(d) a volume-weighted average price order — where the price of a trade is ~~(d) a volume-weighted average price order — where the price of a trade is determined by a formula that measures average price on one or more marketplaces; and~~

~~(e) a basis order – where the price is based on prices achieved in one or more~~  
~~(e) a basis order – where the price is based on prices achieved in one or~~  
 more derivative transactions on a marketplace. To qualify as a basis order, this order must be approved by a regulation services provider or an exchange or quotation and trade reporting system that oversees the conduct of its members or users respectively.

#### 1.1.5. Definition of directed-action order

(1) An order marked as a directed-action order informs the receiving marketplace that the marketplace can act immediately to carry out the action specified by either the marketplace or marketplace participant who has sent the order and that the order protection obligation is being met by the sender. Such an order may be marked “DAO” by a marketplace or a marketplace participant. Senders can specify actions by adding markers that instruct a marketplace to:

- (a) execute the order and cancel the remainder using an immediate-or-cancel marker,
- (b) execute the order and book the remainder,
- (c) book the order as a passive order awaiting execution, and
- (d) avoid interaction with hidden liquidity using a bypass marker, as defined in IIROC's Universal Market Integrity Rules.

The definition allows for the simultaneous routing of more than one directed-action order in order to execute against any better-priced protected orders. In addition, marketplaces or marketplace participants may send a single directed-action order to execute against the best protected bid or best protected offer. When it receives a directed-action order, a marketplace can carry out the sender's instructions without checking for better-priced protected orders displayed by ~~the~~ other marketplaces and implementing the marketplace's own policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs.

(2) Regardless of whether the entry of a directed-action order is accompanied by the bypass marker, the sender must take out all better-priced visible protected orders before executing at an inferior price. For example, if a marketplace or marketplace participant combines a directed-action order with a bypass marker to avoid executing against hidden liquidity, the order has order protection obligations regarding the visible protected liquidity. If a directed-action order interacts with hidden liquidity, the requirement to take out all better-priced visible protected orders before executing at ~~an~~ price that is inferior to the best protected bid or best protected offer remains.

#### 1.1.6. Definition of non-standard order

The definition of “**non-standard order**” refers to an order for the purchase or sale of a security that is subject to terms or conditions relating to settlement that have not been set by the marketplace on which the security is listed or quoted. A marketplace participant, however, may not add a special settlement term or condition to an order solely for the purpose that the order becomes a non-standard order under the definition.

#### 1.1.7. Definition of trade-through

The definition of “trade-through” applies only to a trade executed at a price that is inferior to the best protected bid or best protected offer. It is a trade-through regardless of whether the trade occurs on a marketplace that displays protected orders, or one that does not display protected orders. For example, a trade-through would occur if executing against an order that is displayed on an ATS that does not meet the market share threshold and at a price that is inferior to the best-priced protected order. However, a trade-through

[would not occur if executing against a best-priced protected order despite there being a better-priced order displayed on an ATS that does not meet the market share threshold.](#)

## PART 2 APPLICATION OF THE REGULATION

### ~~2-1~~2.1. Application of the Regulation

Section 2.1 of the Regulation provides an exemption from subsection 3.1(1) and Parts 4 and 5 of the Regulation if a person complies with similar requirements established by a recognized exchange that monitors and enforces the requirements set under subsection 7.1(1) of the Regulation directly, a recognized quotation and trade reporting system that monitors and enforces requirements set under subsection 7.3(1) of the Regulation directly or a regulation services provider. The requirements are filed by the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or regulation services provider and approved by a securities regulatory authority. If a person is not in compliance with the requirements of the recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or the regulation services provider, then the exemption does not apply and that person is subject to subsection 3.1(1) and Parts 4 and 5 of the Regulation. The exemption from subsection 3.1(1) does not apply in Alberta, British Columbia, Ontario, Québec and Saskatchewan and the relevant provisions of securities legislation apply.

## PART 3 MANIPULATION AND FRAUD

### ~~3-1~~3.1. Manipulation and Fraud

(1) Subsection 3.1(1) of the Regulation prohibits the practices of manipulation and deceptive trading, as these may create misleading price and trade activity, which are detrimental to investors and the integrity of the market.

(2) Subsection 3.1(2) of the Regulation provides that despite subsection 3.1(1) of the Regulation, the provisions of the *Securities Act* (~~R.S.A. 2000, c. S-4 of Alberta~~), the *Securities Act* (~~R.S.B.C. 1996, ch. 418 of British Columbia~~), the *Securities Act* (~~R.S.O. 1990, c. S.5 of Ontario~~), the *Securities Act* (~~chapter V-1.1 of Québec~~) and *The Securities Act, 1988* (~~S.S. 1988-89, c. S-42.2 of Saskatchewan~~), respectively, relating to manipulation and fraud apply in Alberta, British Columbia, Ontario, Québec and Saskatchewan. The jurisdictions listed have provisions in their legislation that deal with manipulation and fraud.

(3) For the purposes of subsection 3.1(1) of the Regulation, and without limiting the generality of those provisions, the Canadian securities regulatory authorities, depending on the circumstances, would normally consider the following to result in, contribute to or create a misleading appearance of trading activity in, or an artificial price for, a security:

~~(a) Executing transactions in a security if the transactions do not involve a change~~  
 (a) ~~Executing transactions in a security if the transactions do not involve a change~~ in beneficial or economic ownership. This includes activities such as wash-trading.

(b) Effecting transactions that have the effect of artificially raising, lowering or maintaining the price of the security. For example, making purchases of or offers to purchase securities at successively higher prices or making sales of or offers to sell a security at successively lower prices or entering an order or orders for the purchase or sale of a security to:

(i) establish a predetermined price or quotation,

(ii) effect a high or low closing price or closing quotation,

or

(iii) maintain the trading price, ask price or bid price within a predetermined range.

(c) Entering orders that could reasonably be expected to create an artificial appearance of investor participation in the market. For example, entering an order for the purchase or sale of a security with the knowledge that an order of substantially the same size, at substantially the same time, at substantially the same price for the sale or purchase, respectively, of that security has been or will be entered by or for the same or different persons.

(d) Executing prearranged transactions that have the effect of creating a misleading appearance of active public trading or that have the effect of improperly excluding other marketplace participants from the transaction.

(e) Effecting transactions if the purpose of the transactions is to defer payment for the securities traded.

(f) Entering orders to purchase or sell securities without the ability and the intention to

(i) make the payment necessary to properly settle the transaction, in the case of a purchase; or

(ii) deliver the securities necessary to properly settle the transaction, in the case of a sale.

This includes activities known as free-riding, kiting or debit kiting, in which a person avoids having to make payment or deliver securities to settle a trade.

(g) Engaging in any transaction, practice or scheme that unduly interferes with the normal forces of demand for or supply of a security or that artificially restricts or reduces the public float of a security in a way that could reasonably be expected to result in an artificial price for the security.

(h) Engaging in manipulative trading activity designed to increase the value of a derivative position.

(i) Entering a series of orders for a security that are not intended to be executed.

(4) The Canadian securities regulatory authorities do not consider market stabilization activities carried out in connection with a distribution to be activities in breach of subsection 3.1(1) of the Regulation, if the market stabilization activities are carried out in compliance with the rules of the marketplace on which the securities trade or with provisions of securities legislation that permit market stabilization by a person in connection with a distribution.

(5) Section 3.1 of the Regulation applies to transactions both on and off a marketplace. In determining whether a transaction results in, contributes to or creates a misleading appearance of trading activity in, or an artificial price for a security, it may be relevant whether the transaction takes place on or off a marketplace. For example, a transfer of securities to a holding company for *bona fide* purposes that takes place off a marketplace would not normally violate section 3.1 even though it is a transfer with no change in beneficial ownership.

(6) The Canadian securities regulatory authorities are of the view that section 3.1 of the Regulation does not create a private right of action.

(7) In the view of the Canadian securities regulatory authorities, section 3.1 includes attempting to create a misleading appearance of trading activity in or an artificial price for a security or attempting to perpetrate a fraud.

## PART 4 BEST EXECUTION

### 4.1.1 Best Execution

(1) The best execution obligation in Part 4 of the Regulation does not apply to an ATS that is registered as a dealer provided that it is carrying on business as a marketplace and is not handling any client orders other than accepting them to allow them to execute on the system. However, the best execution obligation does otherwise apply to an ATS acting as an agent for a client.

(2) Section 4.2 of the Regulation requires a dealer or adviser to make reasonable efforts to achieve best execution (the most advantageous execution terms reasonably available under the circumstances) when acting for a client. The obligation applies to all securities.

(3) ~~Although what~~ What constitutes “best execution” ~~varies will vary~~ depending on the particular circumstances, ~~to and is subject to a “reasonable efforts” test that does not require achieving best execution for each and every order. To~~ meet the “reasonable efforts” test, a dealer or adviser should be able to demonstrate that it has, and has abided by, ~~its~~ policies and procedures that (i) require it to follow the client’s instructions and the objectives set, and (ii) outline ~~at the~~ process ~~it has~~ designed ~~to achieve~~ toward the objective of achieving best execution. The policies and procedures should describe how the dealer or adviser evaluates whether best execution was obtained and should be regularly and rigorously reviewed. The policies outlining the obligations of the dealer or adviser will be dependent on the role it is playing in an execution. For example, in making reasonable efforts to achieve best execution, the dealer should consider the client’s instructions and a number of factors, including the client’s investment objectives and the dealer’s knowledge of markets and trading patterns. An adviser should consider a number of factors, including assessing a particular client’s requirements or portfolio objectives, selecting appropriate dealers and marketplaces and monitoring the results on a regular basis. In addition, if an adviser is directly accessing a marketplace, the factors to be considered by dealers may also be applicable.

(4) Where securities listed on a Canadian exchange or quoted on a Canadian quotation and trade reporting system are inter-listed either within Canada or on a foreign exchange or quotation and trade reporting system, in making reasonable efforts to achieve best execution, the dealer should assess whether it is appropriate to consider all marketplaces upon which the security is listed or quoted and where the security is traded, both within and outside of Canada.

(5) In order to meet best execution obligations where securities trade on multiple marketplaces in Canada, a dealer should consider information from all appropriate marketplaces ~~(, and not just marketplaces where the dealer is a participant)~~. This does not mean that a dealer must have access to real-time data feeds from each marketplace. However, its policies and procedures for seeking best execution should include the process for ~~taking into account order and/or trade information from all~~ considering activity on appropriate marketplaces and ~~the requirement to evaluate~~ an evaluation of whether ~~taking~~ steps should be taken to access orders ~~is appropriate under the circumstances~~ on a marketplace to which it does not have access. The steps to access orders may include making arrangements with another dealer who is a participant of a particular marketplace ~~or routing an order to a particular marketplace~~.

(6) ~~As part of an evaluation of whether steps should be taken to access orders on a marketplace to which it does not have access, a dealer should consider how the decision to access or not access orders on that marketplace will impact its ability to achieve best execution for its clients, taking into consideration those clients’ objectives and needs. This applies in relation to decisions as to whether to access marketplaces that do not provide pre-trade transparency of orders, as well as those that do display orders that are not protected orders. We expect that documented best execution policies and procedures would include the rationale for accessing or not accessing orders on particular marketplaces, and that the rationale will be reviewed for continued reasonableness at least annually, and more frequently if needed because of changes to the trading environment and market structure. This review might require an analysis of historical data relating to the order and trade activity on marketplaces to which the dealer does not have access. We expect that the factors to be considered in such an analysis would generally include the frequency at which a better price~~

[is available, size and depth of quotes, traded volumes, potential market impact, and market share \(considering the types and classes of securities traded by clients, generally\).](#)

(7) For foreign exchange-traded securities, if they are traded on a marketplace in Canada, dealers should include in their best execution policies and procedures a regular assessment of whether it is appropriate to consider the marketplace as well as the foreign markets upon which the securities trade.

(78) Section 4.2 of the Regulation applies to registered advisers as well as registered dealers that carry out advisory functions but are exempt from registration as advisers.

(89) Section 4.3 of the Regulation requires that a dealer or adviser make reasonable efforts to use facilities providing information regarding orders and trades. These reasonable efforts refer to the use of the information displayed by the information processor or, if there is no information processor, an information vendor.

## PART 5 REGULATORY HALTS

### ~~5.1~~ 5.1 Regulatory Halts

Section 5.1 of the Regulation applies when a regulatory halt has been imposed by a regulation services provider, a recognized exchange, or a recognized quotation and trade reporting system. A regulatory halt, as referred to in section 5.1 of the Regulation, is one that is imposed to maintain a fair and orderly market, including halts related to a timely disclosure policy, or because there has been a violation of regulatory requirements. In the view of the Canadian securities regulatory authorities, an order may trade on a marketplace despite the fact that trading of the security has been suspended because the issuer of the security has ceased to meet minimum listing or quotation requirements, or has failed to pay to the recognized exchange, or the recognized quotation and trade reporting system any fees in respect of the listing or quotation of securities of the issuer. Similarly, an order may trade on a marketplace despite the fact that trading of the security has been delayed or halted because of technical problems affecting only the trading system of the recognized exchange, or recognized quotation and trade reporting system.

## PART 6 ORDER PROTECTION

### 6.1. Marketplace Requirements for Order Protection

(1) Subsection 6.1(1) of the Regulation requires a marketplace to establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs by orders entered on that marketplace, regardless of whether the marketplace on which that order is entered displays orders that are protected orders. A marketplace may implement this requirement in various ways. For example, the policies and procedures of a marketplace may reasonably prevent trade-throughs via the design of the marketplace's trade execution algorithms (by not allowing a trade-through to occur), or by voluntarily establishing direct linkages to other marketplaces. Marketplaces are not able to avoid their obligations by establishing policies and procedures that instead require marketplace participants to take steps to reasonably prevent trade-throughs.

(2) It is the responsibility of marketplaces to regularly review and monitor the effectiveness of their policies and procedures and take prompt steps to remedy any deficiencies in reasonably preventing trade-throughs and complying with subsection 6.1(2) of the Regulation. In general, it is expected that marketplaces maintain relevant information so that the effectiveness of its policies and procedures can be adequately evaluated by regulatory authorities. Relevant information would include information that describes:

- (a) steps taken by the marketplace to evaluate its policies and procedures;
- (b) any breaches or deficiencies found; and

(c) the steps taken to resolve the breaches or deficiencies.

(3) As part of the policies and procedures required in subsection 6.1(1) of the Regulation, a marketplace is expected to include a discussion of their automated trading functionality and how they will handle potential delayed responses as a result of an equipment or systems failure or malfunction experienced by ~~another~~any other marketplace displaying protected orders. In addition, marketplaces should include a discussion of how they treat a directed-action order when received and how it will be used.

(4) Order protection applies whenever ~~2 or more marketplaces with protected orders are open for trading~~two or more marketplaces that display orders subject to the pre-trade transparency requirements in Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (chapter V-1.1, r. 5) are open for trading, and the displayed orders of at least one of those marketplaces are protected orders. Some marketplaces provide a trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. In these circumstances, under ~~paragraph~~subparagraph 6.2(e)(iii) of the Regulation, a marketplace that provides such sessions would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of protected orders on another marketplace.

## 6.2. Marketplace Participant Requirements for Order Protection

(1) For a marketplace participant that wants to use a directed-action order, section 6.4 of the Regulation requires a marketplace participant to establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs: of protected orders, regardless of whether the marketplace on which it is entering the directed-action order displays orders that are protected orders. In general, it is expected that a marketplace participant that uses a directed-action order would maintain relevant information so that the effectiveness of its policies and procedures can be adequately evaluated by regulatory authorities. Relevant information would include information that describes:

- (a) steps taken by the marketplace participant to evaluate its policies and procedures;
- (b) any breaches or deficiencies found; and
- (c) the steps taken to resolve the breaches or deficiencies.

The policies and procedures should also outline when it is appropriate to use a directed-action order and how it will be used as set out in paragraph 6.4(1)(a) of the Regulation.

(2) Order protection applies whenever ~~2 or more marketplaces with protected orders are open for trading~~two or more marketplaces that display orders subject to the pre-trade transparency requirements in Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (chapter V-1.1, r. 5) are open for trading, and the displayed orders of at least one of those marketplaces are protected orders. Some marketplaces provide a trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. In these circumstances, under paragraph 6.4(1)(a)(iv)(C) of the Regulation, a marketplace participant would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of protected orders ~~between~~on other marketplaces that result from an execution of the closing-price order.

## 6.3. List of Trade-throughs

Section 6.2 and paragraphs 6.4(1)(a)(i) to 6.4(1)(a)(v) of the Regulation set forth a list of "permitted" trade-throughs that are primarily designed to achieve workable order protection and to facilitate certain trading strategies and order types that are useful to investors.

(a) (i) Paragraphs 6.2(a) and 6.4(1)(a)(i) of the Regulation would apply where a marketplace or marketplace participant, as applicable, has reasonably concluded that ~~the~~ marketplace displaying the protected order that has been traded through is experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate marketplace data. A material delay occurs when a marketplace repeatedly fails to respond immediately after receipt of an order. This is intended to provide marketplaces and marketplace participants with flexibility when dealing with a marketplace that is experiencing systems problems (either of a temporary nature or a longer term systems issue).

(ii) Under subsection 6.3(1) of the Regulation, a marketplace that is experiencing systems issues is responsible for informing all other marketplaces, its marketplace participants, any information processor, or if there is no information processor, an information vendor disseminating its information under Part 7 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (chapter V-1.1, r. 5)* and regulation services providers when a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate marketplace data occurs. This applies both to marketplaces that display orders that are protected orders and marketplaces that display orders that are not protected orders. However, if a marketplace that displays orders that are protected orders fails repeatedly to provide an immediate response to orders received and no notification has been issued by that marketplace that it is experiencing systems issues, the routing marketplace or a marketplace participant may, pursuant to subsections 6.3(2) and 6.3(3) of the Regulation respectively, reasonably conclude that the marketplace is having systems issues and may therefore rely on paragraph 6.2(a) or 6.4(1)(a)(i) of the Regulation respectively. This reliance must be done in accordance with policies and procedures that outline processes for dealing with potential delays in responses by a marketplace and documenting the basis of its conclusion. If, in response to the notification by the routing marketplace or a marketplace participant, the marketplace confirms that it is not actually experiencing systems issues, the routing marketplace or marketplace participant may no longer rely on paragraph 6.2(a) or paragraph 6.4(1)(a)(i) of the Regulation respectively.

(b) Paragraph 6.2(b) of the Regulation provides an exception from the obligation on marketplaces to use their policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs when a directed-action order is received. Specifically, a marketplace that receives a directed-action order may immediately execute or book the order (or its remaining volume) and not implement the marketplace's policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs. However, the marketplace will need to describe its treatment of a directed-action order in its policies and procedures. Paragraphs 6.2(c) and 6.4(1)(a)(~~iii~~) of the Regulation provide an exception where a marketplace or marketplace participant simultaneously routes directed-action orders to execute against the total displayed volume of any protected order traded through. This accounts for the possibility that orders that are routed simultaneously as directed-action orders are not executed simultaneously causing one or more trade-throughs to occur because an inferior-priced order is executed first.

(c) Paragraphs 6.2(d) and 6.4(1)(a)(ii) of the Regulation provide some relief due to moving or changing markets. Specifically, the exception allows for a trade-through to occur when immediately before executing the order that caused the trade-through, the marketplace on which the execution occurred had the best price but at the moment of execution, the market changes and another marketplace has the best ~~price-priced protected order~~. The "changing markets" exception allows for the execution of an order on a marketplace, within the best bid or offer on that marketplace but outside the best protected bid or best protected offer displayed across all marketplaces that display protected orders, in certain circumstances. This could occur for example:

(i) where orders are entered on a marketplace but by the time they are executed, the best protected bid or best protected offer displayed across marketplaces changed; and

(ii) where a trade is agreed to off-marketplace and entered on a marketplace within the best protected bid and best protected offer across marketplaces, but

by the time the order is executed on the marketplace (i.e., printed) the best [protected](#) bid or [best protected](#) offer as displayed across marketplaces may have changed, thus causing a trade-through.

(d) The basis for the inclusion of calculated-price orders, non-standard orders and closing-price orders in paragraphs 6.2(e) and 6.4(1)(a)(iv) of the Regulation is that these orders have certain unique characteristics that distinguish them from other orders. The characteristics of the orders relate to price (calculated-price orders and closing-price orders) and non-standard settlement terms (non-standard orders) that are not set by an exchange or a quotation and trade reporting system.

(e) Paragraphs 6.2(f) and 6.4(1)(a)(v) of the Regulation include a transaction that occurred when there is a crossed market [between protected orders](#) in the exchange-traded security. Without this allowance, no marketplace could execute transactions ~~in a~~ [where the best protected bid and best protected offer are](#) crossed ~~market~~ because it would constitute a trade-through. With order protection only applying to displayed [protected](#) orders or parts of [protected](#) orders, hidden or reserve orders may remain in the book after all displayed [protected](#) orders are executed. Consequently, crossed markets [between protected orders](#) may occur. Intentionally crossing the ~~market~~ [best protected bid or best protected offer](#) to take advantage of paragraphs 6.2(f) and 6.4(1)(a)(v) of the Regulation would be a violation of section 6.5 of the Regulation.

#### 6.4. Locked and Crossed Markets

(1) Section 6.5 of the Regulation provides that a marketplace participant or a marketplace that routes or reprices orders must not intentionally lock or cross a ~~market~~ [protected order](#) by entering a ~~protected~~ [displayed](#) order ~~to~~ [on any marketplace to either](#) buy a security at a price that is the same as or higher than the best protected offer or ~~entering a protected order to~~ sell a security at a price that is the same as or lower than the best protected bid. [The intention of section 6.5 of the Regulation is to prevent intentional locks and crosses of protected orders. This applies regardless of whether the locking or crossing order is entered on a marketplace that displays orders that are protected orders.](#) This provision is not intended to prohibit the use of marketable limit orders. Paragraphs 6.2(f) and 6.4(1)(a)(v) of the Regulation allow for the resolution of crossed markets that occur unintentionally.

The Canadian securities regulatory authorities consider an order that is routed or repriced to be “entered” on a marketplace. The Canadian securities regulatory authorities do not consider the triggering of a previously-entered on-stop order to be an “entry” or “repricing” of that order.

(2) Section 6.5 of the Regulation ~~prohibits~~ [does not restrict the ability for](#) a marketplace participant or a marketplace that routes or reprices orders from ~~intentionally locking or crossing a market. This would occur, for example, when~~ [routing or entering a displayed order that will lock or cross with another displayed order that is not a protected order.](#)

(a) [If the entry of a protected order locks or crosses with a displayed order on another marketplace that is not a protected order, section 6.5 of the Regulation would restrict the ability for additional orders to be entered that would lock or cross with the protected order. This should help to minimize the duration of a locked or crossed markets in these circumstances.](#)

(b) [A displayed order that is not a protected order that becomes locked or crossed with a subsequently entered protected order does not need to be repriced or cancelled. If, however, the marketplace subsequently reprices the non-protected displayed order, as might occur with a pegged order, it will be considered to be “entered” upon repricing and subject to the restrictions against locking or crossing with a protected order.](#)

(c) [If a marketplace participant enters a deliberately attempts to circumvent section 6.5 of the Regulation by first entering a displayed order on a marketplace that is not a protected order, followed by the entry of a protected order on another marketplace that locks](#)

or crosses with the first displayed non-protected order it entered, the Canadian securities regulatory authorities would consider this to be a violation of section 6.5.

(3) An intentional locking or crossing of a protected order ~~on a particular marketplace or marketplaces to avoid fees charged by a marketplace or to take advantage of rebates offered by a particular marketplace. This could also could~~ occur where a marketplace system is programmed to reprice orders without checking to see if the new price would lock ~~the market~~ a protected order or where the marketplace routes orders to another marketplace that results in a ~~locked market~~ lock with a protected order. It could also occur where the intention of the marketplace participant was to lock or cross a protected order to avoid fees charged by a marketplace or to take advantage of rebates.

There are situations where a ~~locked or crossed market~~ lock or cross of a protected order may occur unintentionally. For example:

~~(a) when a marketplace participant routes multiple directed action orders that are marked immediate or cancel to a variety of marketplaces and because of latency issues, a locked or crossed market results,~~ (b) the locking or crossing order was displayed at a time when the marketplace displaying the locked or crossed protected order was experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate marketplace data,

(eb) the locking or crossing order was displayed at a time when a protected bid was higher than a protected offer;

(ec) the locking or crossing order was posted after all displayed protected liquidity was executed and a reserve order generated a new visible protected bid above the displayed protected offer or new visible protected offer below the displayed protected bid;

(ed) the locking or crossing order was entered on a particular marketplace in order to comply with securities legislation requirements such as Rule 904 of Regulation S of the *Securities Act of 1933* that requires securities subject to resale restrictions in the United States to be sold in Canada on a “designated offshore securities market”;

(fe) the locking or crossing order was displayed due to “race conditions” when competing orders, at least one of which is a protected order, are entered on marketplaces at essentially the same time with neither party having knowledge of the other order at the time of entry;

(ef) the locking or crossing order was a result of the differences in processing times and latencies between the systems of the marketplace participant, marketplaces, information processor and information vendors;

(hg) the locking or crossing order was a result of marketplaces having different mechanisms to “restart” trading following a halt in trading for either regulatory or business purposes; and

(ih) the locking or crossing order was a result of the execution of an order during the opening or closing allocation process of one market, while trading is simultaneously occurring on a continuous basis on another market, displaying protected orders.

~~(3)~~ If a marketplace participant using a directed-action order chooses to book the order, or the remainder of the order not immediately executed, then it is responsible for ensuring that the booked portion of the directed-action order does not lock or cross ~~the market~~ a protected order. The Canadian securities regulatory authorities would consider a directed-action order or remainder of a directed-action order that is booked and that locks or crosses ~~the market~~ a protected order to be an intentional locking or crossing of ~~the market~~ a protected order and a violation of section 6.5 of the Regulation.

## 6.5. Anti-Avoidance Provision

Section 6.7 of the Regulation prohibits a person from sending an order to an exchange, quotation and trade reporting system or alternative trading system that does not carry on business in Canada in order to avoid executing against better-priced [protected](#) orders on a marketplace in Canada. The intention of this section is to prevent the routing of orders to foreign marketplaces only for the purpose of avoiding the order protection regime in Canada.

## PART 7 MONITORING AND ENFORCEMENT

### ~~7.1~~ 7.1. Monitoring and Enforcement of Requirements Set By a Recognized Exchange or Recognized Quotation and Trade Reporting System

Under section 7.1 of the Regulation, a recognized exchange will set its own requirements governing the conduct of its members. Under section 7.3 of the Regulation, a recognized quotation and trade reporting system will set its own requirements governing the conduct of its users. The recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system can monitor and enforce these requirements either directly or indirectly through a regulation services provider. A regulation services provider is a person that provides regulation services and is either a recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or a recognized self-regulatory entity.

If a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system has entered into a written agreement with a regulation services provider, it is expected that the requirements adopted by the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system under Part 7 of the Regulation will consist of all of the rules of the regulation services provider that relate to trading. For example, if a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system has entered into a written agreement with IIROC, the rules adopted by the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system are all of IIROC's Universal Market Integrity Rules. Clock synchronization, trade markers and trading halt requirements would be examples of these adopted rules that relate to the regulation services provider's monitoring of trading on the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system and across marketplaces.

We are of the view that all of the rules of the regulation services provider related to trading must be adopted by a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that has entered into a written agreement with the regulation services provider given the importance of these rules in the context of effectively monitoring trading on and across marketplaces. We note that the regulation services provider is required to monitor the compliance of, and enforce, the adopted rules as against the members of the recognized exchange or users of the recognized quotation and trade reporting system. The regulation services provider is also required to monitor the compliance of the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system with the adopted rules but it is the applicable securities regulatory authority that will enforce these rules against the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system.

Sections 7.2 and 7.4 of the Regulation require the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system that chooses to have the monitoring and enforcement performed by the regulation services provider to enter into an agreement with the regulation services provider in which the regulation services provider agrees to enforce the requirements of the recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system adopted under subsection 7.1(1) and 7.3(1).

Specifically, sections 7.2 and 7.4 require the written agreement between a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system and its regulation services provider to provide that the regulation services provider will monitor and enforce the

requirements set under subsection 7.1(1) or 7.3(1) and monitor the requirements adopted under subsection 7.1(3) or 7.3(3).

Paragraph 7.2.1(a)(i) mandates that a recognized exchange must transmit information reasonably required by the regulation services provider to effectively monitor the conduct of and trading by marketplace participants on and across marketplaces. The reference to monitoring trading “across marketplaces” refers to the instance where particular securities are traded on multiple marketplaces. Where particular securities are only traded on one marketplace, the reference to “across marketplaces” may not apply in all circumstances.

Paragraph 7.2.1(a)(ii) requires that a recognized exchange must transmit information reasonably required by the regulation services provider to effectively monitor the compliance of the recognized exchange with the requirements adopted under subsection 7.1(3). As well, subsection 7.2.1(b) requires a recognized exchange to comply with all orders or directions of its regulation services provider that are in connection with the conduct and trading by the recognized exchange’s members on the recognized exchange and with the regulation services provider’s oversight of the compliance of the recognized exchange with the requirements adopted under 7.1(3).

---

**7.27.2. Monitoring and Enforcement Requirements for an ATS**

Section 8.2 of the Regulation requires the regulation services provider to set requirements that govern an ATS and its subscribers. Before executing a trade for a subscriber, the ATS must enter into an agreement with a regulation services provider and an agreement with each subscriber. These agreements form the basis upon which a regulation services provider will monitor the trading activities of the ATS and its subscribers and enforce its requirements. The requirements set by a regulation services provider must include requirements that the ATS and its subscribers will conduct trading activities in compliance with the Regulation. The ATS and its subscribers are considered to be in compliance with the Regulation and are exempt from the application of most of its provisions if the ATS and the subscriber are in compliance with the requirements set by a regulation services provider.

**7.37.3. Monitoring and Enforcement Requirements for an Inter-Dealer Bond Broker**

Section 9.1 of the Regulation requires that a regulation services provider set requirements governing the conduct of an inter-dealer bond broker. Under section 9.2 of the Regulation, the inter-dealer bond broker must enter into an agreement with the regulation services provider providing that the regulation services provider monitor the activities of the inter-dealer bond broker and enforce the requirements set by the regulation services provider. However, section 9.3 of the Regulation provides inter-dealer bond brokers with an exemption from sections 9.1 and 9.2 of the Regulation if the inter-dealer bond broker complies with the requirements of IIROC Rule 2800 Code of Conduct for Corporation Dealer Member Firms Trading in Wholesale Domestic Debt Markets, as amended, as if that policy was drafted to apply to the inter-dealer bond broker.

**7.47.4. Monitoring and Enforcement Requirements for a Dealer Executing Trades of Unlisted Debt Securities Outside of a Marketplace**

Section 10.1 of the Regulation requires that a regulation services provider set requirements governing the conduct of a dealer executing trades of unlisted debt securities outside of a marketplace. Under section 10.2 of the Regulation, the dealer must also enter into an agreement with the regulation services provider providing that the regulation services provider monitor the activities of the dealer and enforce the requirements set by the regulation services provider.

**7.5. Agreement between a Marketplace and a Regulation Services Provider**

The purpose of subsections 7.2(c) and 7.4(c) of the Regulation is to facilitate the monitoring of trading by marketplace participants on and across multiple marketplaces by a regulation services provider. These sections of the Regulation also facilitate monitoring of the conduct of a recognized exchange and recognized quotation and trade reporting system for particular purposes. This may result in regulation services providers monitoring marketplaces that have retained them and reporting to a recognized exchange, recognized quotation and trade reporting system or securities regulatory authority if a marketplace is not meeting regulatory requirements or the terms of its own rules or policies and procedures. While the scope of this monitoring may change as the market evolves, we expect it to include, at a minimum, monitoring clock synchronization, the inclusion of specific designations, symbols and identifiers, order protection requirements and audit trail requirements.

## 7.6. Coordination of Monitoring and Enforcement

- (1) Section 7.5 of the Regulation requires regulation services providers, recognized exchanges and recognized quotation and trade reporting systems to enter into a written agreement whereby they coordinate the enforcement of the requirements set under Parts 7 and 8. This coordination is required in order to achieve cross-marketplace monitoring.
- (2) If a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system has not retained a regulation services provider, it is still required to coordinate with any regulation services provider and other exchanges or quotation and trade reporting systems that trade the same securities in order to ensure effective cross-marketplace monitoring.
- (3) Currently, only IIROC is the regulation services provider for both exchange-traded securities, other than options and in Québec, other than standardized derivatives, and unlisted debt securities. If more than one regulation services provider regulates marketplaces trading a particular type of security, these regulation services providers must coordinate monitoring and enforcement of the requirements set.

## PART 8 AUDIT TRAIL REQUIREMENTS

### ~~8.1.1.~~ 8.1.1. Audit Trail Requirements

Section 11.2 of the Regulation imposes obligations on dealers and inter-dealer bond brokers to record in electronic form and to report certain items of information with respect to orders and trades. Information to be recorded includes any markers required by a regulation services provider (such as a significant shareholder marker). The purpose of the obligations set out in Part 11 is to enable the entity performing the monitoring and surveillance functions to construct an audit trail of order, quotation and transaction data which will enhance its surveillance and examination capabilities.

### ~~8.2.2.~~ 8.2.2. Transmission of Information to a Regulation Services Provider

Section 11.3 of the Regulation requires that a dealer and an inter-dealer bond broker provide to the regulation services provider information required by the regulation services provider, within ten business days, in electronic form. This requirement is triggered only when the regulation services provider sets requirements to transmit information.

### ~~8.3.3.~~ 8.3.3. Electronic Form

Subsection 11.3 of the Regulation requires any information required to be transmitted to the regulation services provider and securities regulatory authority in electronic form. Dealers and inter-dealer bond brokers are required to provide information in a form that is accessible to the securities regulatory authorities and the regulation services provider (for example, in SELECTR format).