

# 7.

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

---

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

## 7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

Aucune information.

## 7.2 RÉGLEMENTATION DE LAUTORITÉ

### 7.2.1 Consultation

Aucune information.

### 7.2.2 Publication

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

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

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  
Conseiller en réglementation  
Direction des bourses et des OAR  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4358  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
[serge.boisvert@lautorite.qc.ca](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 26 janvier 2016**



Canadian Securities  
Administrators

Autorités canadiennes  
en valeurs mobilières

## Avis de publication des ACVM

### *Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation et modification de l'instruction générale connexe*

Le 26 janvier 2017

#### I. 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 connexe (**l'instruction générale**) (collectivement, les **modifications**).

Le texte des modifications et certains autres renseignements pertinents sont publiés avec le présent avis et peuvent être consultés sur les sites Web des membres des ACVM, notamment :

www.lautorite.qc.ca  
www.albertasecurities.com  
www.bcsc.bc.ca  
www.nssc.novascotia.ca  
www.fcnb.ca  
www.osc.gov.on.ca  
www.fcaa.gov.sk.ca  
www.msc.gov.mb.ca

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications entreront en vigueur le 10 avril 2017.

#### II. Objet

Les modifications ont 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, elles établissent 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**).

<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.

Les modifications modifient 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 \$.

### III. Contexte

Le 6 juillet 2016, les frais de négociation active ont été plafonnés à 0,0030 \$ par action ou part négociée pour les titres de capitaux propres et parts de fonds négociés en bourse dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus<sup>2</sup>. Ce plafond est le montant de référence établi par la Securities and Exchange Commission des États-Unis pour l'application d'obligations de protection des ordres analogues à celles prévues par le règlement.

Lorsque nous avons fait cette proposition en 2014, nous reconnaissons toutefois que certains jugeaient trop élevé le plafond des frais de négociation aux États-Unis. Ces préoccupations transparaissent également dans les commentaires, certains intervenants ayant fait valoir que le plafond proposé ne tenait pas compte du fait que le cours moyen des titres canadiens est moins élevé que celui des titres américains.

Nous avons pris acte de l'opinion des intervenants qui préconisaient 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 dans ce pays, nous craignons toujours 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 les marchés canadiens 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 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 notamment tenu compte des commentaires selon lesquels ils devraient être fonction de la valeur des actions négociées. Nous avons calculé le cours moyen pondéré en fonction du volume des titres intercotés<sup>3</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.

---

<sup>2</sup> Le plafond applicable à la négociation de titres de capitaux propres et de parts de fonds négociés en bourse dont le cours s'établit à moins de 1 \$ est fixé à 0,0004 \$ par action ou part négociée. Il n'a pas changé par suite des modifications.

<sup>3</sup> Le cours moyen pondéré en fonction du volume est calculé du 29 juin 2014 au 28 juin 2015.

|                       | <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                              |

#### **IV. Modifications**

Les modifications plafonnent 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 \$. Le plafond de 0,0030 \$ par action ou part continuera de s'appliquer aux titres intercotés dont le cours s'établit à 1 \$ ou plus. Le plafond actuel de 0,0004 \$ par action ou part dont le cours s'établit à moins de 1 \$ demeure inchangé pour les titres intercotés et les titres non intercotés.

Nous avons reçu des commentaires qui abordaient la question de la capacité d'un marché de savoir quand l'état d'un titre intercoté ou non intercoté change, et plus particulièrement quand un titre intercoté devient non intercoté (par exemple, lorsque l'émetteur demande qu'il soit radié de la cote de toutes les bourses américaines concernées) et que le plafond des frais de négociation baisse. En conséquence, nous avons apporté des modifications mineures au règlement et à l'instruction générale. Les nouveaux paragraphes 3 et 4 de l'article 6.6.1 obligent les bourses reconnues à publier la liste trimestrielle des titres intercotés, et le nouvel article 6.6.2 oblige les marchés à réduire leurs frais de négociation active, s'il y a lieu, au plus tard 35 jours après sa publication. Cette obligation devrait avoir une incidence limitée, car certaines bourses publient déjà cette information et toutes peuvent exiger des émetteurs inscrits à leur cote qu'ils la leur fournissent. Indiquer quels titres sont intercotés ou non intercotés ne représentera donc pas une lourde tâche pour ces émetteurs.

Les listes des bourses devront être établies en date du dernier jour de chaque trimestre civil et publiées au plus tard sept jours après la fin de celui-ci. Une disposition transitoire prévoit que les premières listes doivent être établies en date du 10 avril 2017 et publiées au plus tard le 17 avril 2017. Les marchés auront jusqu'au 15 mai 2017 pour procéder à tout ajustement nécessaire des frais.

Nous signalons que si un titre non intercoté devient intercoté, les marchés ne seront pas tenus d'ajuster leurs frais de négociation en vertu des modifications, puisque le plafond prévu pour le premier est inférieur à celui du deuxième.

#### **V. Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM**

Nous avons reçu six mémoires sur les projets de modifications publiés pour consultation le 7 avril 2016. Nous les avons étudiés et remercions les intervenants de leur participation. La liste des intervenants et le résumé des commentaires accompagné

de nos réponses sont reproduits respectivement aux annexes A et B du présent avis. Il est possible de consulter les mémoires (en anglais) au [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

## VI. Points d'intérêt local

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

## VII. Annexes

- A. Liste des intervenants;
- B. Résumé des commentaires et réponses des ACVM.

## VIII. Questions

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

|   |   |
|---|---|
| Serge Boisvert<br>Conseiller en réglementation<br>Direction des bourses et des OAR<br>Autorité des marchés financiers<br><a href="mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca">serge.boisvert@lautorite.qc.ca</a> | Roland Geiling<br>Analyste en dérivés<br>Direction des bourses et des OAR<br>Autorité des marchés financiers<br><a href="mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca">roland.geiling@lautorite.qc.ca</a>  |
| Tracey Stern<br>Manager, Market Regulation<br>Commission des valeurs mobilières de l'Ontario<br><a href="mailto:tstern@osc.gov.on.ca">tstern@osc.gov.on.ca</a>  | Timothy Baikie<br>Senior Legal Counsel, Market Regulation<br>Commission des valeurs mobilières de l'Ontario<br><a href="mailto:tbaikie@osc.gov.on.ca">tbaikie@osc.gov.on.ca</a>                     |
| Alina Bazavan<br>Senior Analyst, Market Regulation<br>Commission des valeurs mobilières de l'Ontario<br><a href="mailto:abazavan@osc.gov.on.ca">abazavan@osc.gov.on.ca</a>                                  | Paul Redman<br>Chief Economist and Head of Research,<br>Strategy & Operations<br>Commission des valeurs mobilières de l'Ontario<br><a href="mailto:predman@osc.gov.on.ca">predman@osc.gov.on.ca</a> |
| Kathleen Blevins<br>Senior Legal Counsel<br>Alberta Securities Commission<br><a href="mailto:kathleen.blevins@asc.ca">kathleen.blevins@asc.ca</a>   | Sasha Cekerevac<br>Regulatory Analyst, Market Regulation<br>Alberta Securities Commission<br><a href="mailto:sasha.cekerevac@asc.ca">sasha.cekerevac@asc.ca</a>                                     |
| Bruce Sinclair<br>Securities Market Specialist<br>British Columbia Securities Commission<br><a href="mailto:bsinclair@bcsc.bc.ca">bsinclair@bcsc.bc.ca</a>  |   |

## **ANNEXE A**

### **Liste des intervenants**

Association canadienne du commerce des valeurs mobilières  
Bourse des valeurs canadiennes  
Canadian Advocacy Council for the Canadian CFA Institute  
Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs  
Groupe TMX Limitée  
Nasdaq CXC



## ANNEXE B

## Résumé des commentaires et réponses des ACVM

| Sujet   | Résumé des commentaires  | Réponses des ACVM  |
|---|--|--|
| <p><b>Montant du plafond des frais de négociation</b></p> | <p>Les opinions exprimées sont partagées, certains intervenants appuyant le plafond proposé, d'autres proposant de le relever et, dans un cas, de l'abaisser.</p> <p>Deux intervenants craignent les répercussions sur le marché, puisqu'une diminution des frais de négociation active ferait baisser les rabais, ce qui pourrait avoir une incidence sur la liquidité, particulièrement celle des parts de fonds négociés en bourse et des titres les moins liquides. Un intervenant signale que les marchés canadiens et américains ont perdu des parts de marché lorsque les frais et les rabais ont été abaissés unilatéralement. Il estime que si la liquidité est réduite, les petits émetteurs canadiens qui envisagent d'effectuer un premier appel public à l'épargne pourraient choisir de s'inscrire à la cote de marchés étrangers, et les émetteurs qui sont déjà inscrits à la cote d'une bourse pourraient migrer vers ceux-ci. Un intervenant propose comme compromis un plafond de 0,0023 \$.</p> <p>Un intervenant est d'avis que le plafond proposé est trop élevé et permettrait l'octroi de rabais venant surrémunérer</p> | <p>Nous prenons acte du fait que les commentaires reçus au sujet du plafond sont partagés. Cependant, nous sommes toujours d'avis que l'instauration d'un plafond de 0,0017 \$ par action ou part pour les titres non intercotés est le meilleur moyen de répondre aux inquiétudes exprimées à l'égard du plafond actuel de 0,0030 \$, jugé trop élevé.</p> <p>Nous estimons que l'incidence du plafond des frais de négociation sera atténuée par le fait qu'il s'appliquera aux ordres actifs sur tous les marchés visibles. Nous signalons en outre qu'il est proportionnel au plafond actuel de 0,0030 \$, après comparaison des cours moyens des titres non intercotés et des titres intercotés. Nous vérifierons en continu si le plafond des frais demeure approprié.</p> |

|  |   |   |
|--|---|---|
|  | <p>les fournisseurs de liquidité, comme c'est le cas pour le plafond actuel de 0,0030 \$. Pour que la comparaison soit juste, il faudrait prendre la moyenne du cours des actions américaines, soit 75 \$, au lieu de la moyenne des titres intercotés au Canada, soit 25,26 \$. Le plafond devrait plutôt s'approcher de 0,0006 \$ par action.</p> |   |
| <p><b>Application aux marchés dont le barème des frais est inversé</b></p> | <p>Un intervenant propose d'appliquer le plafond aux marchés dont le barème des frais teneur-preneur est inversé, c'est-à-dire que les frais sont payés par les ordres passifs, tandis qu'un rabais est accordé aux ordres actifs. Un intervenant estime que le plafond ne devrait pas s'appliquer à ces marchés.</p>                               | <p>Le plafond vise les ordres auxquels un participant au marché pourrait être tenu de donner suite en raison du régime de protection des ordres. Personne n'est tenu d'afficher un ordre passif sur un marché inversé. Dans une structure « teneur-preneur » inversée, l'imposition de frais trop élevés pour afficher un ordre sur un marché se traduirait fort probablement par une baisse des ordres affichés, ce qui, au final, aurait une incidence sur le flux des ordres passifs acheminés à ce marché et sur les revenus de négociation correspondant. Par conséquent, il serait dans l'intérêt des marchés de garder les frais à un niveau raisonnable.</p> <p>Ceci dit, nous continuerons d'étudier la question des frais de négociation afin d'établir s'il est nécessaire de réglementer les barèmes de frais inversés et, le cas échéant, la manière de s'y prendre.</p> |

|  |  |   |
|--|--|---|
| <b>Application aux ordres « iceberg » et aux marchés opaques</b> | Un intervenant demande si le plafond s'appliquerait aux ordres « iceberg ».  | Actuellement, le plafond s'applique aux ordres « iceberg » sur les marchés qui affichent les ordres. Il ne s'applique pas à ceux qui ne les affichent pas.  |
| <b>Questions de conformité</b>                                   | <p>Un intervenant indique que les marchés peuvent avoir de la difficulté à savoir si un titre est un titre non intercoté, particulièrement lorsque l'émetteur d'un titre inscrit à la cote d'une bourse américaine en demande la radiation. Les ACVM ou l'OCRCVM devraient fournir une liste des titres non intercotés.</p> <p>Il sera difficile de modifier les frais au milieu d'un cycle de facturation si cela s'avère nécessaire.</p> | <p>Nous avons modifié le règlement pour exiger des bourses reconnues qu'elles publient une liste trimestrielle des titres intercotés inscrits à leur cote.</p> <p>Afin de répondre à cette préoccupation, nous avons modifié le règlement pour y prévoir qu'une telle modification doit être apportée au plus tard 35 jours après la publication de la liste trimestrielle.</p> |
| <b>Projet pilote de la SEC sur les frais de négociation</b>      | Trois intervenants proposent que les ACVM suivent de près tout projet pilote sur les frais de négociation que pourrait mener la Securities and Exchange Commission (SEC), et qu'elles envisagent d'y participer.   | Nous suivons attentivement la situation aux États-Unis, dont les recommandations du Equity Market Structure Advisory Committee de la SEC relativement à la mise sur pied d'un projet pilote sur les frais d'accès (de négociation), et continuerons de le faire.  |
| <b>Interdiction des rabais</b>                                   | Un intervenant propose d'interdire les rabais sur les titres non intercotés, puisque cette mesure ne risquerait pas d'entraîner une réduction du flux d'ordres au profit des marchés américains.   | Avant de penser à les interdire, nous suivrons de près l'avancement du projet pilote sur les frais aux États-Unis.  |
| <b>Autres commentaires</b>                                       | Un intervenant a formulé un certain nombre de suggestions à l'égard de la tarification et de la disponibilité des données de marché.   | Ces commentaires dépassent le cadre de la consultation. Nous signalons que les ACVM ont adopté récemment une  |

|  |  |  |
|--|--|--|
|  |  | méthode officielle d'examen des droits relatifs aux données de marché. Voir l'Avis 21-319 du personnel des ACVM daté du 8 décembre 2016. |
|--|--|--|

## 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°, 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 le remplacement de l'article 6.6.1 par les suivants :

### « 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 également inscrit à la cote d'une bourse qui est inscrite à titre de *national securities exchange* aux États-Unis d'Amérique en vertu de l'article 6 de la Loi de 1934.

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 ordre visant 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 d'un ordre visant 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 \$.

3) La bourse reconnue tient la liste des titres intercotés qui sont inscrits à sa cote en date du dernier jour de chaque trimestre civil.

4) La bourse reconnue rend publique sur son site Web la liste visée au paragraphe 3 :

a) dans les 7 jours suivant le dernier jour de chaque trimestre civil;

b) pendant une période d'au moins 12 mois à compter de la date à laquelle elle est rendue publique sur le site Web.

### « 6.6.2. La cessation de l'état de titre intercoté – période de transition pour les frais

Dans le cas où un titre cesse d'être un titre intercoté, le sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1 ne s'applique pas si les conditions suivantes sont réunies :

*a)* à la suite de la cessation, moins de 35 jours se sont écoulés depuis la date à laquelle la liste visée au paragraphe 4 de l'article 6.6.1 a été rendue publique pour la première fois;

*b)* les frais exigés sont conformes au sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1, comme si le titre était toujours un titre intercoté. ».

## **2. Transition – publication des titres intercotés**

Au plus tard le 17 avril 2017, la bourse reconnue rend publique sur son site Web la liste des titres intercotés inscrits à sa cote en date du 10 avril 2017.

## **3. Transition – ajustement des frais applicables aux ordres visant des titres non intercotés**

Malgré le sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1, prévu à l'article 1 du présent règlement, le marché qui est assujéti à ce sous-paragraphe peut, jusqu'au 15 mai 2017, exiger des frais plus élevés que le montant qui y est prévu pourvu qu'ils n'excèdent pas les suivants :

*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 \$.

## **4. Date d'entrée en vigueur**

- 1) Le présent règlement entre en vigueur le 10 avril 2017.
- 2) En Saskatchewan, malgré le paragraphe 1, le présent règlement entre en vigueur à la date de son dépôt auprès du registraire des règlements si celle-ci tombe après le 10 avril 2017.

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

**1.** L'Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation est modifiée par l'insertion, après l'article 6.4, du suivant :

### **« 6.4.1. Frais de négociation**

L'article 6.6.1 plafonne les frais qu'un marché assujetti à l'article 7.1 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (chapitre V-1.1, r. 5) peut exiger pour l'exécution d'un ordre contre un ordre affiché sur le marché. Le plafond des frais de négociation prévu au sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1 est plus élevé pour les titres intercotés (c'est-à-dire les titres inscrits à la cote d'une bourse reconnue et d'une *national securities exchange* aux États-Unis d'Amérique) dont le cours est supérieur ou égal à 1 \$. Les paragraphes 3 et 4 de cet article prévoient une procédure pour garantir la transparence de l'état des titres intercotés qui oblige la bourse reconnue à publier trimestriellement une liste de tous les titres intercotés inscrits à sa cote au plus tard 7 jours après la fin de chaque trimestre. Pour l'établir, elle peut s'en remettre aux déclarations des émetteurs assujettis sur leur état. L'article 6.6.2 traite de la situation où un titre intercoté change d'état, en particulier lorsqu'il est radié de la cote de toutes les *national securities exchanges* des États-Unis concernées, n'est plus inscrit qu'à la cote d'une bourse reconnue au Canada et cesse ainsi d'être un titre intercoté. En vertu de cet article, les marchés doivent réduire leurs frais, s'il y a lieu, pour se conformer au sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 6.6.1 au plus tard 35 jours après la publication de la liste indiquant pour la première fois que le titre n'est plus un titre intercoté. ».

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

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 *Amendments to Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules.*

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](mailto:roland.geiling@lautorite.qc)

**January 26, 2017**





Canadian Securities  
Administrators

Autorités canadiennes  
en valeurs mobilières

## CSA Notice

### *Regulation to Amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules*

### and amendments to its related policy statement

January 26, 2017

#### I. Introduction

The Canadian Securities Administrators (the **CSA** or **we**) have approved amendments to *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (**Regulation 23-101**) and its related policy statement (**Policy Statement 23-101**) (together, the **Amendments**).

The text of the Amendments, together with certain other relevant information, 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.nssc.novascotia.ca](http://www.nssc.novascotia.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)

Provided all necessary ministerial approvals are obtained, the Amendments will come into force on April 10, 2017.

#### II. Substance and Purpose

The substance and purpose of the 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 Amendments 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**).

The Amendments 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

<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.

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.

### III. Background

As of July 6, 2016, an active trading fee cap of \$0.0030 per share or unit traded has been imposed on equity securities and exchange-traded funds priced at or above \$1.00.<sup>2</sup> This cap is an established benchmark created by the U.S. Securities and Exchange Commission in the context of order protection requirements similar to those in Regulation 23-101.

However, when we proposed the \$0.0030 per share or unit fee cap in 2014, we acknowledged that the U.S. trading fee cap was considered by some to be too high. These concerns were also reflected in the comments received on the proposed fee cap, 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 recognized 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 in the U.S. As a result, we remained 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 Canadian 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, among other things, the comments that the trading fee should reflect the value of the stocks traded. We calculated the volume-weighted average price for Inter-listed Securities<sup>3</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.

---

<sup>2</sup> The trading fee cap for equity securities and exchange-traded funds priced below \$1.00 is \$0.0004 per security or unit traded. The Amendments do not change this cap.

<sup>3</sup> The volume-weighted average price is calculated from June 29, 2014 to June 28, 2015.

|                             | <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                       |

#### **IV. The Amendments**

The Amendments 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. The \$0.0030 per share or unit cap will continue to apply to Inter-listed Securities priced at or above \$1.00. The current cap of \$0.0004 per share or unit priced at less than \$1.00 remains in place for both Inter-listed Securities and Non-Inter-listed Securities.

We received comments concerning a marketplace's ability to identify when a security's status as Inter-listed or Non-Inter-listed changes, and particularly where an Inter-listed Security becomes a Non-Inter-listed Security (e.g., the issuer has delisted the security from all U.S. exchanges on which it was listed), and becomes subject to the lower trading fee cap. In response to these comments, we have made non-material amendments to Regulation 23-101 and Policy Statement 23-101. New subsections 6.6.1(3) and 6.6.1(4) require a recognized exchange to publish a quarterly list of Inter-listed Securities, and new section 6.6.2 requires marketplaces to make any required reductions to their active trading fees no later than 35 days following publication of the list. We are of the view that this requirement will have limited impact because some exchanges currently publish this information, and all exchanges can require listed issuers to provide them with this information. It will not be onerous for listed issuers to inform their listing exchange of their status as Inter-listed or not.

The exchanges' lists are to be as of the last day of each calendar quarter and published no later than 7 days after the quarter end. A transitional provision provides that the first lists are to be as of April 10, 2017, and published no later than April 17, 2017. Marketplaces must make any required fee adjustments no later than May 15, 2017.

We note that if a Non-Inter-listed Security becomes an Inter-listed Security, the Amendments will not require a marketplace to adjust its trading fee as the maximum fee for a Non-Inter-Listed Security is below the maximum fee for an Inter-listed Security.

#### **V. Summary of Written Comments Received by the CSA**

Proposed amendments were published for comment on April 7, 2016. We received submissions from six commenters. 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 A and B to this notice, respectively. Copies of the comment letters are available at [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

**VI. Local Matters**

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

**VII. Annexes**

- A. List of commenters;
- B. Summary of Comments and CSA Responses.

**VIII. Questions**

Please refer your questions to any of the following:

|  |  |
|--|--|
| Serge Boisvert<br>Senior Policy Advisor<br>Direction des bourses et des OAR<br>Autorité des marchés financiers<br>serge.boisvert@lautorite.qc.ca | Roland Geiling<br>Derivatives Product Analyst<br>Direction des bourses et des OAR<br>Autorité des marchés financiers<br>roland.geiling@lautorite.qc.ca |
| Tracey Stern<br>Manager, Market Regulation<br>Ontario Securities Commission<br>tstern@osc.gov.on.ca  | Timothy Baikie<br>Senior Legal Counsel, Market Regulation<br>Ontario Securities Commission<br>tbaikie@osc.gov.on.ca                                    |
| Alina Bazavan<br>Senior Analyst, Market Regulation<br>Ontario Securities Commission<br>abazavan@osc.gov.on.ca                                    | Paul Redman<br>Chief Economist and Head of Research,<br>Strategy & Operations<br>Ontario Securities Commission<br>predman@osc.gov.on.ca                |
| Kathleen Blevins<br>Senior Legal Counsel<br>Alberta Securities Commission<br>kathleen.blevins@asc.ca   | Sasha Cekerevac<br>Regulatory Analyst, Market Regulation<br>Alberta Securities Commission<br>sasha.cekerevac@asc.ca                                    |
| Bruce Sinclair<br>Securities Market Specialist<br>British Columbia Securities Commission<br>bsinclair@bcsc.bc.ca                                 |  |

## **ANNEX A**

### **List of Commenters**

Canadian Advocacy Council for the Canadian CFA Institute  
Canadian Foundation for the Advancement of Investor Rights  
Canadian Securities Exchange  
Investment Industry Association of Canada  
Nasdaq CXC  
TMX Group Ltd.

## ANNEX B

## Summary of Comments and CSA Responses

| Topic                                 | Summary of Comments  | CSA Response  |
|---------------------------------------|--|---|
| <p><b>Size of Trading Fee Cap</b></p> | <p>Responses were mixed, with some supporting the proposed cap, some suggesting a higher cap, and one suggesting a lower cap.</p> <p>Two commenters were concerned about the impact on the market, as lowering active fees would lead to lower rebates, which may affect liquidity, particularly in exchange traded funds and less liquid securities. It was noted that marketplaces in Canada and the US lost market share when they unilaterally lowered fees and rebates. If liquidity is damaged, small cap Canadian issuers considering an initial public offering may choose to list in foreign markets, and currently-listed issuers may migrate to those markets. One commenter suggested a cap of \$0.0023 as a compromise.</p> <p>One commenter suggested that the proposed fee cap is too high and would permit rebates that overcompensate liquidity providers, as does the current \$0.0030 cap. The correct comparison is to the</p> | <p>We acknowledge that the comments received in relation to amount of the cap were mixed. However, we continue to be of the view that a cap of \$0.0017 per share or unit of Non –Inter-listed Securities is the most appropriate way to address concerns previously raised that the current \$0.0030 cap is too high.</p> <p>We believe the impact of the fee cap will be mitigated by the fact that it will apply to active orders on all lit marketplaces. We also note that the cap is proportionate to the existing \$0.0030 cap when the average price of Non-Inter-listed Securities is compared to the average price of Inter-listed Securities.</p> <p>We will monitor over time whether the level of the fee cap remains appropriate.</p> |

|  |   |  |
|--|---|--|
|  | average US share price of \$75 rather than the Canadian average of \$25.26 for Inter-listed Securities. The cap should be closer to \$0.0006 per share.   |  |
| <b>Application to Inverted-Fee Markets</b>                 | One commenter suggested that the fee cap apply to marketplaces with inverted (take-make) pricing, where the passive order pays a fee and the active order receives a rebate. One commenter believed that it should not apply to these marketplaces. | <p>The fee cap is intended to apply to orders that a marketplace participant may be required to interact with as a result of the order protection rule. No one is required to post a passive order on an inverted market.</p> <p>In an inverted maker taker structure, setting a fee to post liquidity that is too high would most likely result in a reduction in posted liquidity which will ultimately impact the passive flow routed to that marketplace and the corresponding trading revenue. This provides an incentive to keep any fee at a reasonable level.</p> <p>Despite this, we will continue to examine trading fees to determine what, if any, regulation is required for inverted fee models.</p> |
| <b>Application to Iceberg Orders and Dark Marketplaces</b> | One commenter asked whether the cap would apply to iceberg orders.  | The cap currently applies to iceberg orders on marketplaces that display orders. The fee cap does not apply to marketplaces that do not display orders.  |
| <b>Compliance Issues</b>                                   | One commenter suggested it may be difficult for marketplaces to know whether a security is a Non-Inter-listed Security, particularly in the case where an issuer of a security listed on a US exchange delists.                                     | We have amended the rule to require recognized exchanges to publish a quarterly list of their Inter-listed securities.   |

|                              |  |  |
|------------------------------|--|--|
|                              | <p>The CSA or IIROC should provide a list of Non-Interlisted Securities.</p> <p>It will be difficult to change fees in the middle of a billing cycle if necessary.</p> | <p>To address this concern, we have amended the rule to provide that such changes must be made no later than 35 days following publication of the quarterly list.</p>  |
| <b>SEC Trading Fee Pilot</b> | <p>Three commenters suggested that the CSA monitor any Securities Exchange Commission (SEC) trading fee pilot and consider participating.</p>                          | <p>We are monitoring and will continue to monitor developments in the US, including the recommendations of the SEC's Equity Market Structure Advisory Committee for an access (trading) fee pilot.</p>                               |
| <b>Ban Rebates</b>           | <p>One commenter suggested banning rebates on Non-Interlisted Securities, as there is no risk of loss of order flow to US marketplaces</p>                             | <p>Before considering a ban, we will monitor developments with the US fee pilot.</p>   |
| <b>Other Comments</b>        | <p>One commenter made a number of suggestions with respect to pricing and availability of market data.</p>   | <p>These comments are out of scope of the request for comments. We note that the CSA has recently adopted a formal methodology for reviewing marketplaces' market data fees. See CSA Staff Notice 21-319 dated December 8, 2016.</p> |



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

Securities Act  
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (3), (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 also listed on an exchange that is registered as a “national securities exchange” in the United States of America under section 6 of the 1934 Act.

(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 that,

- (a) in the case of an order involving an inter-listed security,
  - (i) 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) 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) in the case of an order involving a security that is not an inter-listed security,

- (i) 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) 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.

3) A recognized exchange must maintain a list of inter-listed securities that are listed on the exchange as of the last day of each calendar quarter.

4) A recognized exchange must publicly disclose on its website the list referred to in subsection (3)

- (a) within 7 days after the last day of each calendar quarter, and
- (b) for a period of at least 12 months commencing on the date it is publicly disclosed on the website.

**“6.6.2. Ceasing to be inter-listed security – fee transition period**

If a security ceases to be an inter-listed security, paragraph 6.6.1(2)(b) does not apply if

(a) less than 35 days has passed since the first date, following the cessation, the list referred to in subsection 6.6.1(4) was publicly disclosed, and

(b) the fee charged is in compliance with paragraph 6.6.1(2)(a) as if the security were still an inter-listed security.”.

**2. Transition – publication of inter-listed securities**

On or before April 17, 2017, a recognized exchange must publicly disclose on its website a list of the inter-listed securities that were listed on the exchange as of April 10, 2017.

**3. Transition – fee adjustment for orders involving non-inter-listed securities**

Despite paragraph 6.6.1(2)(b), as enacted by section 1 of this Regulation, a marketplace to which that paragraph applies may, until May 15, 2017, charge a fee that exceeds the amount referred to in that paragraph provided the fee charged is not 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, and

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

**4. Effective Date**

(1) This Regulation comes into force on April 10, 2017.

(2) In Saskatchewan, despite subsection (1), if these regulations are filed with the Registrar of Regulations after April 10, 2017, these regulations come into force on the day on which they are filed with the Registrar of Regulations.

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

**1.** *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* is amended by inserting, after section 6.4, the following:

**“6.4.1. Trading Fees**

Section 6.6.1 provides caps on the fee that a marketplace subject to section 7.1 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (chapter V-1.1, r. 5) can charge for execution against a displayed order on the marketplace. Paragraph 6.6.1(2)(a) establishes a higher trading fee cap for exchange-traded securities that are inter-listed (i.e., listed on both a recognized exchange and a national securities exchange in the United States of America) and priced at or above \$1.00. Subsections 6.6.1(3) and (4) provide a process to ensure transparency of a security's status as an inter-listed security, and require a recognized exchange to publish a quarterly list of all of its inter-listed securities no later than 7 days after the end of each quarter. In compiling the list, an exchange may rely on representations made by its listed issuers as to their status. Section 6.6.2 addresses the situation where a security's status as an inter-listed security changes, specifically, when a security is delisted from all U.S. national securities exchanges on which it was listed and is now only listed on a recognized exchange in Canada and is no longer an inter-listed security. Section 6.6.2 requires marketplaces to make any reductions to their fees that are necessary to comply with paragraph 6.6.1(2)(b) no later than 35 days following the publication of the first list indicating that the security is no longer an inter-listed security.”.

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

Aucune information.

## 7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

## 7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.