

# 7.3

Réglementation des bourses, des  
chambres de compensation, des OAR et  
d'autres entités réglementées

---

---

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

#### 7.3.1 Consultation

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par l'OCRI, d'apporter des modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) concernant:

- l'augmentation de la transparence dans l'exécution de certains ordres portant sur les titres d'un fonds dispensé négocié en bourse lorsque le prix d'exécution renvoie à la valeur liquidative de ces titres; et
- l'élimination, dans la définition du terme « application intentionnelle », de l'interdiction de saisir un ordre de jitney dans le cadre d'une telle transaction.

(Les textes sont reproduits ci-après.)

#### Commentaires

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires doivent en transmettre une copie, au plus tard le 18 octobre 2024, à :

Me Philippe Lebel  
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques  
Autorité des marchés financiers  
Place de la Cité, tour Cominar  
2640, boulevard Laurier, bureau 400  
Québec (Québec) G1V 5C1  
Télécopieur : 514 864-8381  
Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

#### Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Serge Boisvert  
Coordonateur expert à la réglementation  
Direction de l'encadrement des activités de négociation  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514 395-0337, poste 4358  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4358  
Télécopieur : 514 873-7455  
Courrier électronique : [serge.boisvert@lautorite.qc.ca](mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca)

Roland Geiling  
Analyste en produits dérivés  
Direction de l'encadrement des activités de négociation  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514 395-0337, poste 4323  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4323  
Télécopieur : 514 873-7455  
Courrier électronique : [roland.geiling@lautorite.qc.ca](mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca)

Kim Legendre  
Analyste aux OAR

Direction de l'encadrement des activités de négociation  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514 395-0337, poste 4368  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4368  
Télécopieur : 514 873-7455  
Courrier électronique : [kim.legendre@lautorite.qc.ca](mailto:kim.legendre@lautorite.qc.ca)

### 7.3.2 Publication

Aucune information

## Bulletin de l'OCRI

### Bulletin sur les règles

#### Appel à commentaires

RUIM

24-0213

Le 18 juillet 2024

Date limite pour les commentaires :

le 18 octobre 2024

*Renvoi aux règles :*

Paragraphes 1.1, 5.3, 6.2, 6.3, 6.6 et 8.1 des RUIM

Destinataires à l'interne :

Affaires juridiques et conformité

Détail

Formation

Haute direction

Institutions

Opérations

Pupitre de négociation

Personne-ressource :

Kent Bailey

Conseiller principal aux politiques, Politique de réglementation des marchés

Téléphone : 416 646-7240

Courriel : [market\\_regulation\\_policy@ciro.ca](mailto:market_regulation_policy@ciro.ca)

---

### Projet de modification concernant les ordres à la valeur liquidative et les applications intentionnelles

#### Sommaire

L'Organisme canadien de réglementation des investissements (OCRI) propose de modifier les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) pour :

- améliorer la transparence dans l'exécution de certains ordres portant sur les titres d'un fonds dispensé négocié en bourse (FNB) lorsque le prix d'exécution renvoie à la valeur liquidative de ces titres, valeur publiée par l'émetteur conformément à la législation en valeurs mobilières applicable;
- éliminer, dans la définition du terme « application intentionnelle », l'interdiction caduque d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney et clarifier l'application de la définition (**projet de modification**).

Le projet de modification vise :

- l'ajout de la définition du terme « ordre à la valeur liquidative » au paragraphe 1.1 des RUIM;
- l'ajout de la désignation d'« ordre à la valeur liquidative » au paragraphe 6.2 des RUIM;

*Bulletin de l'OCRI 24-0213 – Bulletin sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Projet de modification concernant les ordres à la valeur liquidative et les applications intentionnelles*

- la modification de diverses définitions et dispositions des RUIM en fonction de l'introduction du terme « ordre à la valeur liquidative »;
- la modification de la définition du terme « application intentionnelle » dans le paragraphe 1.1 des RUIM afin d'éliminer l'interdiction de saisir un ordre de jitney dans le cadre d'une telle transaction.

#### Envoi des commentaires

Les commentaires doivent être faits par écrit et transmis au plus tard le 18 octobre 2024 (soit **90** jours après la date de publication du présent bulletin) à :

Kent Bailey  
 Conseiller principal aux politiques, Politique de réglementation des marchés  
 Organisme canadien de réglementation des investissements  
 40, rue Temperance, bureau 2600  
 Toronto (Ontario) M5H 0B4  
 Courriel : [market\\_regulation\\_policy@ciro.ca](mailto:market_regulation_policy@ciro.ca)

Les commentaires doivent également être transmis aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) :

Réglementation des marchés Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 20, rue Queen Ouest, bureau 1903, boîte postale 55 Toronto (Ontario) M5H 3S8 Courriel : <a href="mailto:marketregulation@osc.gov.on.ca">marketregulation@osc.gov.on.ca</a>	Réglementation des marchés des capitaux B.C. Securities Commission P.O. Box 10142, Pacific Centre, 701 West Georgia Street Vancouver (Colombie-Britannique) V7Y 1L2 Courriel : <a href="mailto:CMRdistributionofSROdocuments@bcsc.bc.ca">CMRdistributionofSROdocuments@bcsc.bc.ca</a>
--	--

**Remarque à l'intention des personnes qui présentent des lettres de commentaires : une copie de votre lettre de commentaires sera mise à la disposition du public sur le site Web de l'OCRI, à [www.ocri.ca](http://www.ocri.ca).**

## Table des matières

1.	Contexte.....	5
1.1	Négociation de FNB à la valeur liquidative sur le marché secondaire .....	5
1.2	Application intentionnelle désignée comme « ordre de jitney » .....	5
2.	Projet de modification .....	6
2.1	Nouvelle définition de « valeur liquidative » .....	7
2.2	Nouvelle définition d'« ordre à la valeur liquidative ».....	7
2.3	Paragraphe 6.2 des RUIIM – Nouvelle désignation d'« ordre à la valeur liquidative » ....	8
2.4	Modifications corrélatives des RUIIM liées aux « ordres à la valeur liquidative » .....	8
2.4.1	Exclusion des définitions des termes « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur » .....	8
2.4.2	Exclusion de la définition du terme « ordre invisible » .....	8
2.4.3	Exclusion de la définition du terme « volume déclaré » .....	9
2.4.4	Exclusion de la définition du terme « dernier cours vendeur » .....	9
2.4.5	Nouvelle exception au paragraphe 5.3 des RUIIM – Priorité aux clients .....	9
2.4.6	Nouvelle exception au paragraphe 6.3 des RUIIM – Diffusion des ordres clients ..	10
2.4.7	Nouvelle exception au paragraphe 6.6 des RUIIM – Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible .....	10
2.4.8	Nouvelle exception au paragraphe 8.1 des RUIIM – Exécution d'ordres clients pour compte propre .....	10
2.5	Modifications proposées de la définition du terme « application intentionnelle ».....	11
3.	Analyse.....	11
3.1	Solutions de rechange examinées .....	11
3.1.1	Exécution à la valeur liquidative publiée des ordres à la valeur liquidative.....	12
3.1.2	Exigences liées à la taille minimale d'un ordre à la valeur liquidative .....	12
3.1.3	Exigences liées à la taille minimale d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney .....	13
4.	Incidence du projet de modification .....	13
4.1	Estimation des coûts .....	14
4.2	Conclusions.....	14
5.	Mise en œuvre .....	14
6.	Questions .....	14

7.	Processus d'élaboration des politiques réglementaires .....	16
7.1	Objectif d'ordre réglementaire.....	16
7.2	Processus de réglementation .....	16
8.	Annexes.....	17

## 1. Contexte

### 1.1 Négociation de FNB à la valeur liquidative sur le marché secondaire

Les participants reçoivent fréquemment des demandes d'exécution de transactions sur titres de fonds négociés en bourse (définis au paragraphe 1.1 des RUIM comme étant des « fonds dispensés négociés en bourse » et désignés comme étant des **FNB** dans le présent bulletin sur les règles<sup>1</sup>) à la valeur liquidative, calculée par l'émetteur des titres du FNB visé de la manière exigée par la législation en valeurs mobilières applicable. Toutefois, l'émetteur des titres d'un FNB ne publie généralement pas la valeur liquidative avant la fin du jour de bourse sur les marchés canadiens. Par conséquent, un participant ne peut pas exécuter un ordre sur les titres d'un FNB à la valeur liquidative le jour de bourse qu'il le reçoit. Il l'exécute plutôt le jour de bourse suivant selon des modalités comportant un délai de règlement écourté en fonction de la date de publication de la valeur liquidative. Bien qu'une désignation s'impose en cas de conditions spéciales de règlement en vertu du paragraphe 6.2 des RUIM, aucune désignation n'indique que le prix d'une transaction est lié à la valeur liquidative, de sorte que rien n'indique explicitement aux participants aux marchés ou à l'OCRI la nature de la transaction de manière transparente.

### 1.2 Application intentionnelle désignée comme « ordre de jitney »

En outre, on nous a fait part de préoccupations quant à l'incidence de la définition d'« application intentionnelle » figurant au paragraphe 1.1 des RUIM<sup>2</sup>. À l'heure actuelle, la définition exclut toute transaction pour laquelle le participant a saisi un « ordre de jitney »<sup>3</sup>. Cette interdiction complexifie et complique la négociation, particulièrement en ce qui concerne les titres peu liquides (qui comprennent, entre autres, des titres de FNB). En ce qui concerne ces titres, il peut y avoir un nombre limité de participants aux marchés qui sont en mesure de fournir de la liquidité et les participants recherchent de plus en plus d'autres participants à titre de contreparties aux transactions. Dans un tel cas, une « application intentionnelle » exécutée par un participant représente souvent le moyen le plus pratique de négocier et elle est moins complexe et moins risquée que la saisie de deux ordres distincts par deux participants aux fins d'appariement sur un marché. Elle est cependant interdite en raison de la définition d'« application intentionnelle » qui figure dans les RUIM.

<sup>1</sup> Dans le paragraphe 1.1 des RUIM, un « fonds dispensé négocié en bourse » désigne un « fonds commun de placement aux fins de la législation en valeurs mobilières applicable, dont les parts, à la fois :

a) sont constituées d'un titre inscrit ou d'un titre coté en bourse,  
 b) font l'objet d'un placement continu conformément à la législation en valeurs mobilières applicable;  
 N'est pas visé, toutefois, un fonds commun de placement qui a été désigné par l'autorité de contrôle du marché comme étant exclu de la portée de cette définition. »

<sup>2</sup> Dans le paragraphe 1.1 des RUIM, une « application intentionnelle » est définie comme étant une « transaction découlant de la saisie, par un participant ou une personne ayant droit d'accès, d'un ordre d'achat et d'un ordre de vente d'un titre, exclusion faite d'une transaction dans le cadre de laquelle le participant a saisi l'un des ordres à titre d'ordre de jitney. »

<sup>3</sup> Dans le paragraphe 1.1 des RUIM, un « ordre de jitney » est défini comme étant un « ordre qu'un participant agissant pour le compte d'un autre participant saisit sur un marché. »

La définition d'« application intentionnelle » qui figure dans les RUIM a été tirée des règles de la Bourse de Toronto (TSE) et a été intégrée dans les RUIM en 2001, lorsque les divisions des services de réglementation de la TSE ont été transférées à Services de réglementation du marché inc. (SRM). L'interdiction du recours à un ordre de jitney dans le cadre d'une application intentionnelle avait pour but le respect des règles de priorité et de répartition des ordres en vigueur à la TSE à l'époque. Depuis, le marché canadien a changé, notamment en raison de l'arrivée de plusieurs marchés concurrents où se négocient les titres inscrits à la Bourse de Toronto (TSX) (et les titres inscrits à d'autres bourses). Ces marchés ne suivent pas nécessairement les mêmes règles de priorité et de répartition que la TSX et n'interdisent pas nécessairement l'exécution d'une application intentionnelle impliquant un ordre de jitney dans leurs règles de négociation. Bien que les RUIM imposent le respect de la priorité aux clients par l'application du paragraphe 5.3, elles n'imposent pas expressément le respect des règles de priorité et de répartition des différents marchés. Les préoccupations exprimées auprès de l'OCRI suggèrent que la définition d'« application intentionnelle » qui figure dans les RUIM est caduque et qu'elle ne cadre pas avec la structure actuelle du marché canadien.

Le projet de modification vise à répondre aux préoccupations susmentionnées et il est publié aux fins d'une période de consultation publique de 90 jours.

Le projet de modification sert l'intérêt public comme suit :

- il favorise la confiance du public dans les marchés des capitaux en rendant transparente la nature des transactions sur titres de FNB dont le prix est fondé sur la valeur liquidative du jour de bourse précédent, et ce, par l'utilisation d'une désignation particulière;
- il favorise l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux en actualisant les RUIM de manière à éliminer l'interdiction inutile du recours à un « ordre de jitney » dans le cadre d'une « application intentionnelle ».

## 2. Projet de modification

L'OCRI propose de modifier les RUIM pour :

- améliorer la transparence dans l'exécution de certains ordres portant sur les titres d'un FNB lorsque le prix d'exécution est fondé sur la valeur liquidative de ces titres, valeur publiée par l'émetteur conformément à la législation en valeurs mobilières applicable;
- éliminer une interdiction caduque dans la définition du terme « application intentionnelle » qui figure au paragraphe 1.1 des RUIM et clarifier l'application de la définition.

Le projet de modification vise :

- l'ajout de la définition du terme « ordre à la valeur liquidative » au paragraphe 1.1 des RUIM;
- l'ajout de la désignation d'« ordre à la valeur liquidative » au paragraphe 6.2 des RUIM;
- la modification de diverses définitions et dispositions des RUIM en fonction de l'introduction du terme « ordre à la valeur liquidative »;

- la modification de la définition du terme « application intentionnelle » dans le paragraphe 1.1 des RUIM afin d'éliminer l'interdiction de saisir un ordre de jitney dans le cadre d'une telle transaction.

La version nette intégrant les modifications proposées se trouve à l'**annexe 1**; la version soulignant les modifications, à l'**annexe 2**.

### 2.1 Nouvelle définition de « valeur liquidative »

Les modifications proposées au paragraphe 1.1 des RUIM définiraient la « valeur liquidative » comme ayant le même sens que celui qui lui est attribué à l'article 1.1 du *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, qui établit les exigences pertinentes en vertu de la législation en valeurs mobilières.

### 2.2 Nouvelle définition d'« ordre à la valeur liquidative »

Le projet de modification définirait un « ordre à la valeur liquidative » comme étant un ordre saisi aux fins d'une exécution à un prix fondé sur la plus récente valeur liquidative calculée par l'émetteur des titres du FNB visé conformément à la législation en valeurs mobilières applicable, tout en intégrant dans la définition d'autres critères que l'ordre doit remplir. Plus précisément :

- au moment où un participant s'engage à exécuter un « ordre à la valeur liquidative », la valeur liquidative (calculée par l'émetteur des titres du FNB) ne devrait pas avoir été publiée par l'émetteur;
- au moment de la saisie d'un « ordre à la valeur liquidative », le prix de celui-ci ne devrait pas reposer, directement ou indirectement, sur le cours des titres du FNB.

Ces conditions que doit remplir un « ordre à la valeur liquidative » sont nécessaires aux fins de diverses exceptions à l'égard d'autres définitions et dispositions des RUIM, dont il est question ci-après. Un participant ne doit pas saisir un ordre en tant qu'« ordre à la valeur liquidative » pour éviter de se conformer à d'autres dispositions des RUIM ou à la législation en valeurs mobilières applicable.

La définition n'exige pas qu'un « ordre à la valeur liquidative » soit exécuté exactement à la valeur liquidative publiée par l'émetteur des titres du fonds, mais qu'il soit fondé sur la plus récente valeur liquidative publiée<sup>4</sup>. Tout écart entre la valeur liquidative publiée et le prix d'exécution d'un « ordre à la valeur liquidative » (c'est-à-dire lorsqu'un prix de référence est utilisé) représenterait généralement les frais engagés par le participant exécutant ou la commission incluse dans le prix d'exécution.

Il convient de souligner à l'intention des participants que le projet de modification ne changerait rien à leur obligation de se conformer aux autres exigences applicables de l'OCRI, y compris à celles des Règles 3815, *Dossier des ordres*, et 3816, *Avis d'exécution*, des Règles visant les courtiers en placement et règles partiellement consolidées (Règles CPPC). La Règle 3815 des Règles CPPC exigerait que soient consignés dans le dossier des ordres les renseignements

<sup>4</sup> La définition n'exclut pas qu'un ordre à la valeur liquidative puisse être exécuté à un prix égal à la plus récente valeur liquidative publiée, mais elle permet que le prix d'exécution soit fondé sur celle-ci.

concernant, entre autres, les instructions du client, la valeur liquidative publiée et la manière dont le participant a déterminé toute majoration ou minoration par rapport à la valeur liquidative publiée. La Règle 3816 des Règles CPPC exigerait la déclaration, dans l'avis d'exécution, de la commission facturée, le cas échéant, pour la transaction. En outre, il est prévu que l'exécution d'un « ordre à la valeur liquidative » suivra les normes de meilleure exécution établies dans les politiques et procédures du participant.

En ce qui concerne la [Note d'orientation 12-0010, Note d'orientation sur la garantie par un participant d'un cours de négociation pour un ordre client](#), l'OCRI ne considérerait pas un ordre à la valeur liquidative exécuté à un prix fondé sur la plus récente valeur liquidative publiée comme une garantie liée à un cours de référence assujettie aux obligations de notification ou d'approbation préalable qui y sont énoncées.

### **2.3 Paragraphe 6.2 des RUIM – Nouvelle désignation d'« ordre à la valeur liquidative »**

Le projet de modification introduirait à l'alinéa 6.2(1)b) des RUIM la désignation d'« ordre à la valeur liquidative », que les participants seraient tenus d'utiliser lors de la saisie d'un tel ordre sur un marché. Aux termes de l'alinéa 6.2(7)a) des RUIM, la nouvelle désignation d'« ordre à la valeur liquidative » serait une désignation publique.

Nous sommes d'avis que le gain de transparence associé à une nouvelle désignation d'« ordre à la valeur liquidative » serait utile pour aider les participants aux marchés à comprendre la nature des transactions, étant donné notamment que, dans certains cas, l'exécution d'un « ordre à la valeur liquidative » comme transaction hors cours pourrait être autorisée pour contourner des ordres à meilleur cours protégés en vertu d'une dispense prévue dans le Règlement 23-101.

### **2.4 Modifications corrélatives des RUIM liées aux « ordres à la valeur liquidative »**

Étant donné que le prix auquel l'« ordre à la valeur liquidative » sera exécuté dépend de la valeur liquidative calculée par l'émetteur des titres du FNB et qu'il peut être différent du cours en vigueur des titres du FNB au moment de la transaction, il convient d'exclure un « ordre à la valeur liquidative » de certaines définitions qui figurent dans les RUIM et d'exempter l'exécution d'un tel ordre de certaines exigences des RUIM.

#### **2.4.1 Exclusion des définitions des termes « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur »**

Les définitions des termes « meilleur cours vendeur » et « meilleur cours acheteur » qui figurent au paragraphe 1.1 des RUIM excluent le prix de certains ordres qui peuvent être exécutés à un prix différent du cours en vigueur de certains titres en particulier. Étant donné qu'un « ordre à la valeur liquidative » peut être permis de manière similaire pour une exécution au-dessus du « meilleur cours vendeur » ou en dessous du « meilleur cours acheteur » des titres d'un FNB, le projet de modification ajouterait l'« ordre à la valeur liquidative » à la liste des types d'ordres qui sont exclus des définitions des deux termes.

#### **2.4.2 Exclusion de la définition du terme « ordre invisible »**

La définition du terme « ordre invisible » qui figure au paragraphe 1.1 des RUIM exclut certains ordres qui peuvent être exécutés à un prix différent du cours en vigueur de

certaines titres en particulier et elle exempte conséquemment ces ordres d'autres dispositions qui lui sont liées, comme les exigences d'amélioration du cours prescrites au paragraphe 6.6 des RUIM. Étant donné qu'un « ordre à la valeur liquidative » peut être exécuté au-dessus du « meilleur cours vendeur » ou en dessous du « meilleur cours acheteur » des titres d'un FNB, le projet de modification ajouterait l'« ordre à la valeur liquidative » à la liste des types d'ordres qui sont exclus de la définition du terme.

#### **2.4.3 Exclusion de la définition du terme « volume déclaré »**

La définition du terme « volume déclaré » qui figure au paragraphe 1.1 des RUIM exclut le volume de certains ordres qui peuvent être exécutés à un prix différent du cours en vigueur de certains titres en particulier. Étant donné qu'un « ordre à la valeur liquidative » peut être exécuté au-dessus du « meilleur cours vendeur » ou en dessous du « meilleur cours acheteur » des titres d'un FNB, le projet de modification ajouterait l'« ordre à la valeur liquidative » à la liste des types d'ordres qui sont exclus de la définition du terme.

#### **2.4.4 Exclusion de la définition du terme « dernier cours vendeur »**

Étant donné qu'un « ordre à la valeur liquidative » est exécuté à un prix qui est fondé sur la plus récente valeur liquidative publiée des titres d'un FNB et qui ne repose pas, directement ou indirectement, sur leur cours au moment de la saisie de l'ordre, il peut être exécuté au-dessus de leur « meilleur cours vendeur » ou en dessous de leur « meilleur cours acheteur ». Il est donc approprié que l'exécution d'un tel ordre ne serve pas à établir le « dernier cours vendeur » d'un titre. Le projet de modification modifierait la définition du terme pour en exclure un « ordre à la valeur liquidative ».

#### **2.4.5 Nouvelle exception au paragraphe 5.3 des RUIM – Priorité aux clients**

Comme il est susmentionné, un « ordre à la valeur liquidative » peut être exécuté selon un prix de référence particulier différent du cours en vigueur au moment de sa saisie. En outre, l'ordre est reçu et un participant s'engage à l'exécuter avant que la valeur liquidative soit publiée (c'est-à-dire le jour de bourse qui précède sa publication). Dans ces circonstances, le participant qui exécuterait un « ordre à la valeur liquidative » n'essaierait pas de contourner des ordres clients au même cours ou à un « meilleur cours », mais il exécuterait plutôt un ordre selon un prix de référence particulier dont il a été convenu précédemment, lequel est calculé et publié par l'émetteur des titres d'un FNB conformément à la législation en valeurs mobilières applicable, et cet ordre ne reposerait pas, directement ou indirectement, sur le cours des titres du FNB en vigueur au moment de sa saisie. Ainsi, si le participant exécute un « ordre à la valeur liquidative » en tant qu'« ordre propre » ou qu'« ordre non-client », il convient qu'il ne soit pas tenu de donner la priorité à un ordre client comme l'exigerait autrement le paragraphe 5.3 des RUIM. Le projet de modification modifierait ce dernier afin de prévoir une exception pour un « ordre à la valeur liquidative ».

#### **2.4.6 Nouvelle exception au paragraphe 6.3 des RUIM – Diffusion des ordres clients**

L'exigence qu'un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard d'un titre soit saisi aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres garantit qu'un client obtient une exécution en temps opportun au meilleur cours disponible. Un « ordre à la valeur liquidative » implique qu'il soit convenu avec le client d'une exécution à la valeur liquidative ou à un prix fondé sur celle-ci, et ce, à un moment où celle-ci n'a pas été publiée. Étant donné que le client doit consentir à ce que l'ordre soit saisi comme un « ordre à la valeur liquidative », il ne convient pas d'afficher immédiatement cet ordre sur un marché. Le projet de modification exempterait un « ordre à la valeur liquidative » des exigences du paragraphe 6.3 des RUIM.

#### **2.4.7 Nouvelle exception au paragraphe 6.6 des RUIM – Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible**

Le paragraphe 6.6 des RUIM exige que tout ordre exécuté contre un « ordre invisible » soit exécuté au meilleur cours, sauf s'il vise plus de 50 unités de négociation standard et qu'il est assorti d'une valeur supérieure à 30 000 \$, ou s'il est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$. Par ailleurs, il prévoit des exceptions pour certains ordres qu'il est permis d'exécuter à un prix différent du cours en vigueur de certains titres en particulier. Étant donné qu'un « ordre à la valeur liquidative » peut, de manière similaire, être exécuté au-dessus du « meilleur cours vendeur » ou en dessous du « meilleur cours acheteur » des titres d'un FNB et que, au moment de sa saisie, son prix ne repose pas, directement ou indirectement, sur le cours des titres du FNB, un tel ordre ne devrait pas être assujéti à une exigence d'exécution au meilleur cours. Le projet de modification ajouterait une exception au paragraphe 6.6 des RUIM pour un « ordre à la valeur liquidative ».

#### **2.4.8 Nouvelle exception au paragraphe 8.1 des RUIM – Exécution d'ordres clients pour compte propre**

Le paragraphe 8.1 des RUIM exige qu'un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard d'un titre et ayant une valeur d'au plus 100 000 \$ soit exécuté à un meilleur cours s'il est exécuté contre un ordre propre ou un ordre non-client, sous réserve des exceptions qui s'appliquent à certains ordres. Étant donné que le prix d'un « ordre à la valeur liquidative » est fondé sur la plus récente valeur liquidative des titres d'un FNB et que le prix d'exécution ne repose pas, directement ou indirectement, sur le cours de ces titres au moment de la saisie de l'ordre, si un ordre propre ou un ordre non-client est exécuté contre un « ordre à la valeur liquidative » d'un client, il ne sera peut-être pas possible que le prix d'exécution corresponde au « meilleur cours » au moment de l'exécution. En outre, comme le client aura donné l'instruction ou accepté que l'ordre client soit un « ordre à la valeur liquidative », il convient que le participant ne soit pas tenu de l'exécuter au « meilleur cours ». Le projet de modification ajouterait une exception au paragraphe 8.1 des RUIM pour un « ordre à la valeur liquidative ».

## 2.5 Modifications proposées de la définition du terme « application intentionnelle »

Les modifications proposées au paragraphe 1.1 des RUIM modifieraient la définition du terme « application intentionnelle » afin d'éliminer l'interdiction de saisir un « ordre de jitney » dans le cadre de la transaction. Elles modifieraient aussi la définition de manière à clarifier le fait qu'une « application intentionnelle » est une transaction qui découle de la saisie simultanée de l'ordre d'achat et de l'ordre de vente d'un titre. La définition ne vise pas à englober les transactions qui découlent de la saisie distincte par un participant d'un ordre d'achat et d'un ordre de vente d'un titre. Bien qu'elles ne soient pas définies dans les RUIM, de telles transactions sont souvent qualifiées d'« applications non intentionnelles » et elles ne sont pas englobées par la définition dont il est question ici.

La définition d'« application intentionnelle » a été tirée des règles de la TSE et intégrée directement dans les RUIM. Depuis, le marché canadien a changé, notamment en raison de l'arrivée de marchés concurrents appliquant des règles de négociation différentes et des règles de priorité et de répartition différentes. Toutefois, les RUIM ne prescrivent aucun mécanisme particulier d'établissement de l'ordre de priorité des marchés et nous partageons les préoccupations suggérant que la définition est caduque. Nous sommes d'avis qu'il conviendrait d'actualiser la définition du terme « application intentionnelle » de manière à éliminer une interdiction mise en œuvre dans le passé qui ne s'applique pas à l'ensemble des marchés canadiens et qui complexifie inutilement la négociation.

D'autres dispositions des RUIM continuent de s'appliquer à l'exécution d'une « application intentionnelle », y compris lorsque celle-ci comprend un ordre désigné comme « ordre de jitney ». Ces dispositions comprennent, entre autres, le paragraphe 6.3, *Diffusion des ordres clients*, et le paragraphe 6.2, *Désignations et identificateurs*. Les ordres clients visant au plus 50 unités de négociation standard d'un titre devront encore être saisis immédiatement aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres, sauf si une exception s'applique. De plus, l'ensemble des désignations et identificateurs exigés en vertu du paragraphe 6.2 des RUIM seront encore requis pour l'exécution d'une « application intentionnelle » comportant un ordre désigné comme « ordre de jitney ». En particulier, le participant à un « ordre de jitney » devra identifier son client au moyen d'un identifiant pour entités juridiques ou d'un numéro de compte, selon le cas, conformément au point 6.2(1)a)(iv) des RUIM.

Les participants qui exécutent régulièrement des applications intentionnelles comportant un ordre désigné comme « ordre de jitney », c'est-à-dire un ordre saisi pour le compte d'un autre participant, en suivant des méthodes éprouvées, non discrétionnaires, voudront peut-être aussi déterminer si une telle activité serait jugée conforme à la définition de « marché » aux termes du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*.

## 3. Analyse

### 3.1 Solutions de rechange examinées

Nous avons examiné plusieurs solutions de rechange relativement au projet de modification. Elles sont décrites ci-après.

### **3.1.1 Exécution à la valeur liquidative publiée des ordres à la valeur liquidative**

Comme il est décrit dans le présent bulletin, la définition d'un « ordre à la valeur liquidative » exige que l'ordre soit saisi sur un marché aux fins d'une exécution à un prix fondé sur la plus récente valeur liquidative des titres d'un FNB publiée par leur émetteur. Elle n'exige pas que le prix d'exécution corresponde exactement à la valeur liquidative publiée par l'émetteur.

Nous avons envisagé d'exiger que le prix d'exécution soit identique à la valeur liquidative publiée compte tenu du fait que celle-ci est facile à vérifier. Cela donnerait lieu à un processus de surveillance moins subjectif et éliminerait la nécessité d'une comparaison entre un prix de référence et la valeur liquidative réelle publiée pour déterminer si l'écart est raisonnable.

Lors de nos consultations sur le projet de modification, la plupart des commentaires que nous avons reçus suggéraient que l'exigence d'une exécution à la valeur liquidative poserait de grandes difficultés par rapport aux pratiques en vigueur et ne serait pas conforme aux pratiques en usage dans les autres territoires à l'échelle mondiale.

Nous avons conclu que si nous proposons de permettre l'exécution des transactions à un prix fondé sur la valeur liquidative, l'OCRI pourrait toujours effectuer une surveillance efficace du prix d'exécution des ordres à la valeur liquidative grâce, à la fois, aux capacités de surveillance en temps réel de son équipe de la Surveillance des marchés et aux examens des transactions après leur exécution que réalise son équipe de la Conformité de la conduite de la négociation. Comme il est susmentionné, les participants seraient toujours responsables de la conformité à toutes les exigences applicables de l'OCRI relativement à l'exécution d'un ordre à la valeur liquidative, y compris en ce qui concerne la consignation de toute l'information requise au sujet de toute majoration ou minoration par rapport à la valeur liquidative publiée.

Veillez vous reporter à la question 5 ci-après, puisque nous sollicitons des commentaires à ce sujet.

### **3.1.2 Exigences liées à la taille minimale d'un ordre à la valeur liquidative**

Nous avons envisagé d'exiger qu'un ordre à la valeur liquidative ait une taille minimale. Lors de nos consultations, nous avons reçu quelques commentaires suggérant qu'il ne conviendrait pas d'exécuter des ordres de petite taille sur titres de FNB en tant qu'ordres à la valeur liquidative selon un prix fondé sur la valeur liquidative publiée, mais qu'il conviendrait plutôt de les exécuter de manière immédiate sur le marché continu au meilleur cours disponible. Même si ce point de vue n'était pas très répandu, des préoccupations ont été soulevées quant à l'incidence possible sur la qualité du marché si l'exécution d'ordres de petite taille sur titres de FNB en tant qu'ordres à la valeur liquidative devait devenir une pratique de plus en plus courante.

Nous n'avons proposé aucune taille minimale pour les ordres à la valeur liquidative dans le projet de modification. A priori, nous sommes d'avis qu'on ne devrait pas interdire aux investisseurs de choisir les conditions d'exécution qui conviennent le mieux à leurs

objectifs en raison de la taille d'un ordre. En outre, les courtiers membres de l'OCRI doivent avoir des politiques et procédures concernant la meilleure exécution qui devraient, à notre avis, permettre d'évaluer l'opportunité d'exécuter un ordre de petite taille pour l'achat ou la vente de titres de FNB en tant qu'ordre à la valeur liquidative plutôt que d'exécuter l'ordre sur le marché continu dès sa réception.

Veillez vous reporter à la question 1 ci-après, puisque nous sollicitons des commentaires à ce sujet.

### **3.1.3 Exigences liées à la taille minimale d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney**

Nous nous sommes demandé si nous devons exiger qu'une application intentionnelle désignée comme comportant un ordre de jitney ait une taille minimale en raison de préoccupations quant à l'incidence possible sur la qualité du marché s'il devait y avoir de plus en plus d'ordres de petite taille transmis d'un participant à un participant exécutant distinct aux fins de l'exécution d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney plutôt que des ordres exécutés contre les ordres des participants affichant le meilleur cours disponible du moment.

Nous n'avons proposé aucune taille minimale pour les applications intentionnelles désignées comme comportant un ordre de jitney, puisque ce qui justifie les modifications que nous proposons dans la définition du terme « application intentionnelle » est le caractère caduc de la définition actuelle et le fait que l'interdiction qui a été mise en œuvre dans le passé ne s'applique pas à l'ensemble des marchés canadiens et implique un niveau de complexité inutile. Comme nous sommes d'avis que rien ne justifie l'interdiction actuelle, nous sommes aussi d'avis qu'il n'y a pas suffisamment d'arguments justifiant l'imposition d'une taille minimale pour les ordres de jitney.

Veillez vous reporter à la question 2 ci-après, puisque nous sollicitons des commentaires à ce sujet.

## **4. Incidence du projet de modification**

Le tableau d'évaluation de l'incidence ci-après comporte :

- la liste des principaux éléments du projet de modification;
- une description des avantages prévus de chacun des éléments;
- une évaluation de l'incidence du projet de modification sur les clients, les émetteurs, les marchés, les participants, les personnes ayant droit d'accès et l'OCRI.

Les objectifs du projet de modification sont les suivants :

- incidence favorable sur les investisseurs, les courtiers en placement et le secteur dans son ensemble (incidence neutre sur les parties prenantes qui ne devraient pas en tirer d'avantage particulier). Nous croyons que le projet aura une incidence marginale sur les participants, les personnes ayant droit d'accès et les marchés en ce qui concerne la mise en œuvre;
- incidence neutre sur les marchés et les émetteurs.

*Bulletin de l'OCRI 24-0213 – Bulletin sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Projet de modification concernant les ordres à la valeur liquidative et les applications intentionnelles*

#### 4.1 Estimation des coûts

Les participants, les personnes ayant droit d'accès et les marchés pourraient devoir engager des coûts de mise en œuvre associés à l'exigence d'inclure d'une désignation particulière pour la saisie et l'exécution d'un « ordre à la valeur liquidative » et aux modifications qui s'imposeront dans les politiques et procédures. Nous ne croyons pas que ces coûts seront importants.

#### 4.2 Conclusions

Nous croyons que, s'il est approuvé, le projet de modification entraînerait :

- une incidence neutre ou favorable sur les participants, les personnes ayant droit d'accès et les clients grâce à une exécution des ordres facilitée et améliorée au moyen d'applications intentionnelles comportant un « ordre de jítney »;
- une incidence favorable sur les participants, les personnes ayant droit d'accès et les clients grâce à la transparence accrue associée à la désignation exigée pour la saisie et l'exécution d'un « ordre à la valeur liquidative »;
- une incidence neutre sur les marchés et les émetteurs.

Nous n'avons cerné aucune incidence propre à une région en particulier qui découlerait du projet de modification.

Nous n'avons cerné aucune incidence défavorable qui découlerait du projet de modification et nous sommes d'avis que ses incidences favorables l'emporteront sur les coûts qui y seront associés.

#### 5. Mise en œuvre

L'OCRI ne s'attend pas à ce que les participants, les personnes ayant droit d'accès et les marchés entreprennent un travail de mise en œuvre substantiel relativement au projet de modification. Si celui-ci est approuvé, les participants et les marchés devront modifier leurs systèmes afin de permettre l'utilisation de la nouvelle désignation requise pour un « ordre à la valeur liquidative ». Les participants devront aussi actualiser les politiques et procédures applicables afin d'y intégrer le recours aux « ordres à la valeur liquidative » où cela s'impose et de s'assurer d'une supervision appropriée de la négociation impliquant des ordres à la valeur liquidative et des applications intentionnelles conformément au paragraphe 7.1 des RUIM.

Nous proposons une période de mise en œuvre d'au moins 90 jours après la publication du bulletin d'approbation.

#### 6. Questions

Même si nous sollicitons des commentaires sur tous les aspects du projet de modification, nous aimerions également avoir des commentaires sur les questions ci-après en particulier.

##### Question 1

Devrions-nous imposer des restrictions à la saisie d'un ordre à la valeur liquidative? (Par exemple, devrions-nous restreindre la saisie d'un tel ordre à une taille minimale?) Dans l'affirmative, veuillez expliquer pourquoi et indiquer ce que devrait être la taille minimale.

#### **Question 2**

Devrions-nous imposer des restrictions au recours à une application intentionnelle comportant un ordre de jitney? (Par exemple, devrions-nous imposer une taille minimale qui s'appliquerait à la saisie d'une application intentionnelle comportant un ordre de jitney?) Si vous jugez qu'une taille minimale serait appropriée, veuillez expliquer pourquoi et indiquer ce que devrait être la taille minimale.

#### **Question 3**

Bien que l'OCRI s'attendrait généralement à ce qu'un ordre à la valeur liquidative soit exécuté aussitôt que possible après la publication de la valeur liquidative par l'émetteur des titres du FNB visé, cela devrait-il constituer une exigence explicite pour la saisie d'un tel ordre (c'est-à-dire lorsque la valeur liquidative est publiée après la fin des heures de négociation à l'échelle des marchés canadiens, les participants devraient-ils être tenus d'exécuter les ordres à la valeur liquidative dès le début des heures de négociation sur un marché canadien le jour de bourse suivant)?

#### **Question 4**

Le projet de modification introduirait à l'alinéa 6.2(1)b) des RUIM la désignation d'« ordre à la valeur liquidative » qu'il serait obligatoire d'appliquer lors de la saisie d'un tel ordre sur un marché et qu'il serait obligatoire de déclarer aux fins d'affichage par le marché sur lequel l'ordre est saisi. Avez-vous des préoccupations au sujet de l'obligation de rendre public un « ordre à la valeur liquidative »?

#### **Question 5**

La définition du terme « ordre à la valeur liquidative », telle que nous la proposons, n'exige pas que le prix d'exécution corresponde exactement à la valeur liquidative publiée par l'émetteur des titres du FNB visé, mais plutôt qu'il corresponde à un prix fondé sur la valeur liquidative publiée. Ce prix de référence peut comprendre les frais engagés par le participant exécutant ou la commission incluse dans le prix d'exécution. Veuillez soulever toute préoccupation à l'égard de cette démarche que nous proposons.

#### **Question 6**

Avons-nous relevé toutes les incidences importantes du projet de modification sur les clients, les émetteurs, les participants, les personnes ayant droit d'accès, les marchés ou l'OCRI? Dans la négative, veuillez indiquer les autres incidences importantes qui, selon vous, toucheront une ou plusieurs de ces parties et expliquer pourquoi. Plus particulièrement, veuillez formuler des commentaires sur les possibles coûts associés à l'introduction proposée d'un ordre à la valeur liquidative et aux exigences connexes en matière de désignation en vertu du paragraphe 6.2 des RUIM.

#### **Question 7**

Dans l'ensemble, êtes-vous d'accord avec l'évaluation qualitative de l'OCRI selon laquelle les avantages du projet de modification sont proportionnels à ses coûts? Veuillez expliquer pourquoi.

#### **Question 8**

*Bulletin de l'OCRI 24-0213 – Bulletin sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Projet de modification concernant les ordres à la valeur liquidative et les applications intentionnelles*

Une période de mise en œuvre de 90 jours serait-elle suffisante pour :

- la mise en œuvre par les participants et les marchés des changements requis dans leurs systèmes pour intégrer la nouvelle désignation d'« ordre à la valeur liquidative »;
- l'actualisation par les participants de leurs politiques et procédures aux fins de la supervision de l'utilisation adéquate de la désignation d'« ordre à la valeur liquidative ».

## 7. Processus d'élaboration des politiques réglementaires

### 7.1 Objectif d'ordre réglementaire

En favorisant une transparence accrue de l'information sur les ordres et les transactions et en modernisant les RUIM de manière à éliminer des définitions caduques et les manques d'efficacité qui en découlent en matière de négociation, le projet de modification vise à faire ce qui suit :

- favoriser l'équité, l'efficacité et l'intégrité des marchés des capitaux;
- promouvoir les principes de négociation justes et équitables;
- stimuler la confiance du public dans les marchés des capitaux.

Le projet de modification n'impose aucune obligation à laquelle l'OCRI, ses membres ou les personnes autorisées doivent se conformer pour être dispensés d'une exigence de la législation en valeurs mobilières.

### 7.2 Processus de réglementation

Le conseil d'administration de l'OCRI (le **conseil**) a déterminé que le projet de modification est dans l'intérêt public et, **le 18 juillet 2024**, il a approuvé sa publication dans le cadre d'un appel à commentaires.

Nous avons consulté les comités consultatifs suivants de l'OCRI à ce sujet :

- le sous-comité institutionnel du Groupe consultatif de la conduite des affaires, de la conformité et des affaires juridiques;
- le comité consultatif des investisseurs;
- le comité consultatif sur les règles du marché;
- le conseil national.

Après avoir examiné les commentaires sur le projet de modification qui auront été reçus en réponse au présent appel à commentaires ainsi que les commentaires des ACVM, le personnel de l'OCRI peut recommander d'apporter des révisions aux dispositions applicables du projet de modification. Si les révisions et les commentaires reçus ne sont pas importants, le conseil autorise le président à les approuver au nom de l'OCRI, et le projet de modification, dans sa version révisée, sera soumis à l'approbation des ACVM. Si les révisions ou les commentaires sont importants, le personnel de l'OCRI soumettra le projet de modification, dans sa version révisée, à la ratification du conseil en vue de sa publication dans le cadre d'un nouvel appel à commentaires ou de sa mise en œuvre, selon le cas.

**8. Annexes**

[Annexe 1](#) – Projet de modification des RUIM (version nette)

[Annexe 2](#) – Projet de modification des RUIM (version soulignant les modifications et version nette)

[Annexe 3](#) – Évaluation de l'incidence



## CIRO Bulletin

### Rules Bulletin

### Request for Comments

UMIR

*Rule*

*Connection:*

UMIR Rules 1.1, 5.3, 6.2, 6.3, 6.6 and 8.1

24-0213

July 18, 2024

Please distribute internally to:

Institutional

Legal and Compliance

Operations

Retail

Senior Management

Trading Desk

Training

**Comments Due By: October 18, 2024**

Contact:

Kent Bailey

Senior Policy Advisor, Market Regulation Policy

Telephone: 416.646.7240

e-mail: [market\\_regulation\\_policy@ciro.ca](mailto:market_regulation_policy@ciro.ca)

---

### Proposed Amendments Respecting Net Asset Value Orders and Intentional Crosses

#### Executive Summary

The Canadian Investment Regulatory Organization (**CIRO**) is proposing to amend the Universal Market Integrity Rules (**UMIR**) to:

- increase transparency around the execution of certain orders in Exempt Exchange-traded Funds (**ETFs**) where the execution price of the order references the net asset value (**NAV**) of the ETF as published by the issuer of the ETF in accordance with applicable securities legislation, and
- remove an outdated prohibition in the definition of “intentional cross” that prohibits an intentional cross where one side of the trade is jitney and to clarify its application (**Proposed Amendments**).

The Proposed Amendments would:

- add a definition of a “Net Asset Value Order” in UMIR 1.1,
- add a designation for a “Net Asset Value Order” in UMIR 6.2,
- amend various definitions and provisions of UMIR to reflect the introduction of a “Net Asset Value Order”, and

*CIRO Bulletin 24-0213 – Rules Bulletin – Request for Comments – UMIR – Proposed Amendments Respecting Net Asset Value Orders and Intentional Crosses*

- amend the definition of “intentional cross” in UMIR 1.1 to remove the prohibition of entering a jitney order as one side of the trade.

#### How to Submit Comments

Comments on the Proposed Amendments should be in writing and delivered by October 18, 2024 (90 days from the publication date of this Bulletin) to:

Kent Bailey  
 Senior Policy Advisor, Market Regulation Policy  
 Canadian Investment Regulatory Organization  
 Suite 2600  
 40 Temperance Street, Toronto, Ontario M5H 0B4  
 e-mail: [market\\_regulation\\_policy@ciro.ca](mailto:market_regulation_policy@ciro.ca)

Comments should also be delivered to the Canadian Securities Administrators (CSA):

Market Regulation Ontario Securities Commission Suite 1903, Box 55 20 Queen Street West, Toronto, Ontario, M5H 3S8 e-mail: <a href="mailto:marketregulation@osc.gov.on.ca">marketregulation@osc.gov.on.ca</a>	Capital Markets Regulation B.C. Securities Commission P.O. Box 10142, Pacific Centre 701 West Georgia Street, Vancouver, British Columbia, V7Y 1L2 e-mail: <a href="mailto:CMRdistributionofSROdocuments@bcsc.bc.ca">CMRdistributionofSROdocuments@bcsc.bc.ca</a>
---	--

Commentors should be aware that a copy of their comment letter will be made publicly available on the CIRO website at [www.ciro.ca](http://www.ciro.ca).

## Table of Contents

1.	Background .....	5
1.1	Secondary market trading of ETFs at NAV .....	5
1.2	Intentional crosses marked as a “jitney order” .....	5
2.	Proposed Amendments .....	6
2.1	New definition of “net asset value” .....	6
2.2	New definition of “Net Asset Value Order” .....	7
2.3	UMIR 6.2 – New “Net Asset Value Order” designation .....	7
2.4	Other consequential UMIR amendments related to a “Net Asset Value Order” .....	8
2.4.1	Exclusion from definition of “Best Ask Price” and “Best Bid Price” .....	8
2.4.2	Exclusion from definition of “Dark Order” .....	8
2.4.3	Exclusion from definition of “Disclosed Volume” .....	8
2.4.4	Exclusion from definition of “Last Sale Price” .....	8
2.4.5	New exception to UMIR 5.3 – Client Priority .....	9
2.4.6	New exception to UMIR 6.3 – Exposure of Client Orders .....	9
2.4.7	New exception to UMIR 6.6 – Provision of Price Improvement by a Dark Order ....	9
2.4.8	New exception to UMIR 8.1 – Client-Principal Trading.....	10
2.5	Proposed amendments to the definition of “Intentional Cross” .....	10
3.	Analysis .....	11
3.1	Alternatives considered .....	11
3.1.1	Net Asset Value Orders to be traded at published NAV .....	11
3.1.2	Minimum size requirements for the entry of a Net Asset Value Order .....	11
3.1.3	Minimum size requirements for an intentional cross marked as jitney on one side 12	
4.	Impacts of the Proposed Amendments .....	12
4.1	Cost estimate .....	12
4.2	Conclusions.....	13
5.	Implementation .....	13
6.	Questions .....	13
7.	Policy Development Process .....	14
7.1	Regulatory Purpose.....	14
7.2	Regulatory Process .....	15

*CIRO Bulletin 24-0213 – Rules Bulletin – Request for Comments – UMIR – Proposed Amendments Respecting Net Asset Value Orders and Intentional Crosses*

8. Appendices ..... 15

## 1. Background

### 1.1 Secondary market trading of ETFs at NAV

Participants frequently receive requests to execute trades in exchange-traded funds (defined in UMIR 1.1 as “Exempt Exchange-traded Funds” and referred to in this Rules Bulletin as **ETFs**<sup>1</sup>) at NAV, as calculated by the issuer of the ETF in the manner required by applicable securities legislation. However, NAV is not typically published by the issuer of the ETF until after trading on Canadian marketplaces has ended for that trading day. As a result, Participants are unable to execute an order for an ETF at NAV on the trading day that the order is received, but instead are executing the order the following trading day and adding shortened settlement terms to the trade to align settlement date with the date of NAV publication. While special settlement terms are a required designation under UMIR 6.2, there is no designation that denotes the trade price as being related to NAV, and therefore no explicit transparency to either market participants or to CIRO as to the nature of the trade.

### 1.2 Intentional crosses marked as a “jitney order”

Additionally, we have heard concerns about the impact of the definition of “intentional cross” in UMIR 1.1.<sup>2</sup> Currently, the definition excludes a trade in which a Participant has entered one side of the cross as a “jitney order”.<sup>3</sup> This prohibition introduces complexity and challenges in trading, particularly for less liquid securities (including, but not limited to ETFs). For less liquid securities, there may be a limited number of market participants that are able to provide liquidity and Participants are increasingly seeking out other Participants as a trade counterparty. In these situations, an “intentional cross” executed by one Participant often represents the most practical method of trading and introduces less complexity and risk than two Participants entering separate orders to match on a marketplace. However, this is prohibited by the UMIR definition of an “intentional cross”.

The definition of “intentional cross” in UMIR was carried over from the rule book of the Toronto Stock Exchange (**TSE**) and was introduced with UMIR in 2001, when the Regulatory Services divisions of the TSE were transferred to Market Regulation Services Inc. (**RS**). The prohibition on the use of jitney on one side of an intentional cross was designed to enforce the specific order priority and allocation rules of the TSE at the time. Since then, the Canadian market has evolved, including through the introduction of multiple competing marketplaces trading TSX-listed securities (and securities listed on other exchanges). These marketplaces do not necessarily have the same priority and allocation rules as the TSX and do not necessarily prohibit the execution of

<sup>1</sup> In UMIR 1.1, an “Exempt Exchange-traded Fund” means “a mutual fund for the purposes the purposes of applicable securities legislation, the units of which:

(a) are a listed security or a quoted security; and  
(b) are in continuous distribution in accordance with applicable securities legislation but does not include a mutual fund that has been designated by the Market Regulator to be excluded from this definition.

<sup>2</sup> In UMIR 1.1, an “intentional cross” is defined to mean “... a trade resulting from the entry by a Participant or Access Person of both the order to purchase and the order to sell a security, but does not include a trade in which the Participant has entered one of the orders as a jitney order.”

<sup>3</sup> In UMIR 1.1, a “jitney order” means “an order entered on a marketplace by a Participant acting for or on behalf of another Participant.”

an intentional cross with jitney on one side of the trade within their trading rules. While UMIR enforces client priority generally through the application of UMIR 5.3, UMIR does not specifically enforce priority and allocation rules of individual marketplaces. The concerns raised with CIRO suggest that the definition of “intentional cross” in UMIR is outdated and not consistent with the current structure of the Canadian market.

The Proposed Amendments are designed to address the concerns described above and are being published for a 90-day public comment period.

The Proposed Amendments take the public interest into account by:

- fostering public confidence in capital markets by adding transparency to the nature of ETF trades that are priced in reference to the previous trading day’s NAV, by requiring the use of a specific designation, and
- fostering fair and efficient capital markets by updating UMIR to remove an unnecessary prohibition on the use of a “jitney order” on one side of an “intentional cross”.

## 2. Proposed Amendments

CIRO is proposing to amend UMIR to:

- increase transparency around the execution of certain orders in ETFs where the execution price of the order references the NAV of the ETF as published by the issuer of the ETF in accordance with applicable securities legislation, and
- remove an outdated prohibition in the definition of “intentional cross” in UMIR 1.1 and to clarify its application.

The Proposed Amendments would:

- add a definition of a “Net Asset Value Order” in UMIR 1.1,
- add a designation for a “Net Asset Value Order” in UMIR 6.2,
- amend various definitions and provisions of UMIR to reflect the introduction of a “Net Asset Value Order”, and
- amend the definition of “intentional cross” in UMIR 1.1 to remove the prohibition of entering a jitney order as one side of the trade.

The text of the Proposed Amendments is set out in **Appendix 1** and a blackline of the changes is set out in **Appendix 2**.

### 2.1 New definition of “net asset value”

The Proposed Amendments to UMIR 1.1 would define “net asset value” to have the same meaning as set out in section 1.1 of National Instrument 81-106 *Investment Fund Continuous Disclosure*, which sets out the relevant requirements under securities legislation.

## 2.2 New definition of “Net Asset Value Order”

The Proposed Amendments would define a “Net Asset Value Order” to mean an order that is entered at a price that references the most recent net asset value as calculated by the issuer of the ETF in accordance with applicable securities legislation and would set out additional elements of the order that are required to meet the definition. Specifically:

- at the time a Participant commits to the execution of a “Net Asset Value Order”, NAV (as calculated by the issuer of the ETF) must not yet be published by the issuer, and
- at the time of the entry of a “Net Asset Value Order”, the price of the “Net Asset Value Order” is not based, directly or indirectly, on the quoted price of the ETF.

These required elements of a “Net Asset Value Order” are necessary to support various exceptions to other definitions and provisions of UMIR with respect to a “Net Asset Value Order”, which are discussed below. A Participant must not enter an order as a “Net Asset Value Order” for the purposes of avoiding compliance with any other provisions of UMIR or applicable securities law.

The definition does not require that a “Net Asset Value Order” be executed at the exact NAV as published by the issuer of the fund, but instead that it references the most recent published NAV.<sup>4</sup> Any difference between published NAV and the execution price of a “Net Asset Value Order” (*i.e.*, where a reference price is used) would generally represent fees incurred by the executing Participant and/or a commission embedded in the execution price.

Participants are reminded that the Proposed Amendments would not impact the need for compliance with other applicable CRO requirements including IDPC Rule 3815 *Memoranda of orders* and IDPC Rule 3816 *Trade confirmations*. IDPC Rule 3815 would require documenting as part of the record of order, details that include client instructions, the published NAV, and how the Participant determined any markup or markdown to published NAV. IDPC Rule 3816 requirements would include disclosure of the commission on the trade confirmation, if any, charged in respect of the transaction. Additionally, it is expected that the execution of the “Net Asset Value Order” will be consistent with the best execution standards as set out in the policies and procedures of the Participant.

In connection with [Guidance Note 12-0010 Guidance on the Guarantee by a Participant of a Trade Price for a Client Order](#), CRO would not consider the execution of a Net Asset Value Order at a price that references the most recent published NAV, as being a guarantee of a benchmark that is subject to the notification or pre-approval requirements as set out in the above-referenced guidance.

## 2.3 UMIR 6.2 – New “Net Asset Value Order” designation

The Proposed Amendments would add a new designation of a “Net Asset Value Order” in UMIR 6.2(1)(b) that Participants would be required to use when entering a “Net Asset Value Order” on

<sup>4</sup> The definition does not preclude the execution of a Net Asset Value Order at a price that is equal to the most recent published NAV, but provides for the ability to use an execution price that references the most recent published NAV.

a marketplace. Pursuant to UMIR 6.2(7)(a), the new “Net Asset Value Order” designation would be a public marker.

We believe that the additional transparency that would be provided with a specific designation for a “Net Asset Value Order” would be beneficial to market participants in understanding the nature of the trades, especially given that in certain circumstances, a “Net Asset Value Order” may be permitted to trade-through better-priced protected orders pursuant to an available exception in National Instrument 23-101.

#### **2.4 Other consequential UMIR amendments related to a “Net Asset Value Order”**

Given that the price at which a “Net Asset Value Order” will be executed is dependent on the NAV as calculated by the issuer of the ETF, and may be executed outside the current market for that ETF, it is appropriate to exclude a “Net Asset Value Order” from certain UMIR definitions and exclude the execution of a “Net Asset Value Order” from certain UMIR requirements.

##### **2.4.1 Exclusion from definition of “Best Ask Price” and “Best Bid Price”**

The definitions of “best ask price” and “best bid price” in UMIR 1.1 exclude the price of certain orders that may execute at a price outside the current market for a particular security. Given that a “Net Asset Value Order” may similarly be permitted to execute above the “best ask price” or below the “best bid price” of an ETF, the Proposed Amendments would add a “Net Asset Value Order” to the list of order types excluded from both the definitions.

##### **2.4.2 Exclusion from definition of “Dark Order”**

The definition of “Dark Order” in UMIR 1.1 excludes certain orders that may execute at a price outside the current market for a particular security, and correspondingly exempts these orders from other provisions related to the definition of a “Dark Order”, such as the price improvement requirements in UMIR 6.6. Given that a “Net Asset Value Order” may similarly execute above the “best ask price” or below the “best bid price” of an ETF, the Proposed Amendments would add a “Net Asset Value Order” to the list of order types excluded from the definition.

##### **2.4.3 Exclusion from definition of “Disclosed Volume”**

The definition of “disclosed volume” in UMIR 1.1 excludes the volume of certain orders that may execute at a price outside the current market for a particular security. Given that a “Net Asset Value Order” may similarly execute above the “best ask price” or below the “best bid price” of an ETF, the Proposed Amendments would add a “Net Asset Value Order” to the list of order types excluded from the definition.

##### **2.4.4 Exclusion from definition of “Last Sale Price”**

Given that a “Net Asset Value Order” is executed at a price that references the most recent published NAV of an ETF and is not based, directly or indirectly, on the quoted price of the ETF at the time of order entry, it may trade above the “best ask price” or below the “best bid price” of the ETF. It is therefore appropriate that the execution of a

“Net Asset Value Order” does not establish the “last sale price” of a security. The Proposed Amendments would amend the definition to exclude a “Net Asset Value Order” from the definition.

#### **2.4.5 New exception to UMIR 5.3 – Client Priority**

As previously described, a “Net Asset Value Order” may trade at a specific reference price that may be outside the context of the current market at the time the order is entered. Additionally, the order is received, and a Participant is committing to execute the order prior to the time NAV is published (*i.e.*, the previous trading day). Under these circumstances, a Participant that executes a “Net Asset Value Order” would not be attempting to bypass client orders at the same or a “better price” but rather executing an order at a specific reference price that has been previously agreed to, and that is calculated and published by the issuer of an ETF in accordance with applicable securities legislation and is not based directly, or indirectly on the quoted price of the ETF at the time of order entry. As such, if a Participant is executing a “Net Asset Value Order” as a “principal order” or a “non-client order” it is appropriate that the Participant not be required to give priority to a client order as would otherwise be required under UMIR 5.3. The Proposed Amendments would amend UMIR 5.3 to provide an exception for a “Net Asset Value Order”.

#### **2.4.6 New exception to UMIR 6.3 – Exposure of Client Orders**

The requirement that client orders for 50 standard trading units or less be entered for display on a marketplace that displays orders, ensures that a client receives a timely execution at the best available price. A “Net Asset Value Order” involves an agreement with a client to trade at NAV or a price that references NAV, but at a time that NAV is not published. Given that the client must consent to an order being entered as a “Net Asset Value Order”, it is not appropriate that their order be immediately exposed on a marketplace. The Proposed Amendments would exclude a “Net Asset Value Order” from the application of UMIR 6.3.

#### **2.4.7 New exception to UMIR 6.6 – Provision of Price Improvement by a Dark Order**

UMIR 6.6 requires that any order that trades with a “Dark Order” receives price improvement, unless the order is for more than 50 standard trading units and has a value of more than \$30,000, or the order has a value of more than \$100,000. UMIR 6.6 also provides additional exceptions for certain orders that are permitted to trade outside the context of the current market for a particular security. Given that a “Net Asset Value Order” may similarly execute above the “best ask price” or below the “best bid price” of an ETF, and given that at the time of the entry, the price of the order is not based, directly or indirectly, on the quoted price of the ETF, a “Net Asset Value Order” should not be required to receive price improvement. The Proposed Amendments would add an exception to UMIR 6.6 for a “Net Asset Value Order”.

#### 2.4.8 New exception to UMIR 8.1 – Client-Principal Trading

UMIR 8.1 requires that a client order for 50 standard trading units or less with a value of \$100,000 or less receive a “better price” when trading against a principal order or a non-client order, subject to exceptions for certain orders. Given that the price of a “Net Asset Value Order” references the most recent NAV of an ETF, and the execution price is not based directly or indirectly on the quoted price of the ETF at the time of order entry, where a principal or non-client account is trading a “Net Asset Value Order” with a client, it may not be possible for the execution price to be a “better price” at the time of order execution. Further, given that the client has directed or consented that the client order be a “Net Asset Value Order”, it is appropriate that the Participant not be required to provide a “better price”. The Proposed Amendments would add an exception to UMIR 8.1 for a “Net Asset Value Order”.

#### 2.5 Proposed amendments to the definition of “Intentional Cross”

The Proposed Amendments to UMIR 1.1 would amend the definition of “intentional cross” to remove the prohibition on one side of the trade being entered as a “jitney order”. Additionally, the definition would be amended to make it clear that an “intentional cross” is a trade that results from the simultaneous entry of both the order to buy and order to sell a security. The definition is not intended to capture trades that result from the separate entry by a Participant of an order to buy and an order to sell a security. While not a defined term in UMIR, such trades are often referred to as “unintentional crosses” and are not captured by this definition.

The definition of “intentional cross” was carried over into UMIR directly from the TSE rule book, and since that time, the Canadian market has changed, most notably with the introduction of competing marketplaces with different trading rules and different order allocation priority methods. UMIR, however, does not enforce specific marketplace priority mechanisms and we agree with concerns suggesting that the definition is outdated. We believe that the definition of “intentional cross” should be appropriately updated to remove a historical prohibition that does not apply across all Canadian marketplaces, and that adds unnecessary complexity in trading.

Other UMIR requirements continue to be applicable to the execution of an “intentional cross”, including where one side of the trade is marked as a “jitney order”. These include but may not be limited to UMIR 6.3 *Exposure of Client Orders* and UMIR 6.2 *Designations and Identifiers*. Client orders for 50 standard trading units or less will still be required to be immediately entered for display on a marketplace that displays orders unless an applicable exception is available. Additionally, all required designations and identifiers under UMIR 6.2 will still be necessary for the execution of an “intentional cross” marked as jitney on one side of the trade. In particular, the jitney Participant will be required to identify their client with a legal entity identifier (LEI) or account number as appropriate, pursuant to UMIR 6.2(1)(a)(iv).

Participants that routinely execute intentional crosses marked as a “jitney order” on one side that are for, or on behalf of another Participant, and which are facilitated in a manner that uses, established, non-discretionary methods, may also wish to consider whether such activity would be considered consistent with the definition of a “marketplace” pursuant to National Instrument 21-101 *Marketplace Operation*.

### 3. Analysis

#### 3.1 Alternatives considered

We considered several alternatives associated with the Proposed Amendments that are described below.

##### 3.1.1 Net Asset Value Orders to be traded at published NAV

As described in this Rules Bulletin, the definition of a Net Asset Value Order requires that the order is entered on a marketplace to trade at a price that references the most recent net asset value as published by the issuer of the ETF. It does not require that the trade price be exactly the NAV as published by the issuer.

We considered requiring that the trade price be exactly the same as published NAV on the basis that published NAV is a price that can be easily verified. This would result in an oversight process that was less subjective and avoided the need for a comparison between a reference price and actual published NAV to consider whether any difference was reasonable.

In our consultations related to the Proposed Amendments most of the feedback we received was that a requirement to execute at NAV would present significant challenges to existing practices and would not be consistent with practices in other global jurisdictions.

In proposing to allow for trades to be executed at a reference to NAV, we concluded that CIRO could still provide effective oversight related to the traded price of a Net Asset Value Order through both the real-time capabilities of our Market Surveillance team and the post-trade reviews of our Trading Conduct Compliance team. As noted above, Participants would still be responsible for compliance with all applicable CIRO requirements related to the execution of a Net Asset Value Order, including all required documentation related to any markup or markdown to published NAV.

Please refer below in this Rules Bulletin to Question 5 as we are seeking feedback on this issue.

##### 3.1.2 Minimum size requirements for the entry of a Net Asset Value Order

We considered requiring a Net Asset Value Order to be of a minimum size. In our consultations we received some feedback that smaller ETF orders should not be traded as a Net Asset Value Order at a price that references the published NAV, but instead should be traded with immediacy in the continuous market at the best available price. While there was not significant support for this view, concerns were raised about the possible impact on market quality should the practice of executing small ETF orders as Net Asset Value Orders occur with increasing frequency.

We did not propose a minimum size for Net Asset Value Orders in the Proposed Amendments. Our preliminary view is that investors should not be prohibited from choosing the execution terms best suited to their objectives based on the size of an

order. Further, CIRO Dealer Members must have policies and procedures related to best execution that we would expect would consider the appropriateness of executing a small order to purchase or sell an ETF as a Net Asset Value Order, rather than immediately executing the order in the continuous market at the time of receipt.

Please refer below in this Rules Bulletin to Question 1 as we are seeking feedback on this issue.

### **3.1.3 Minimum size requirements for an intentional cross marked as jitney on one side**

We considered whether we should impose a minimum size requirement for an intentional cross that is marked as a jitney order on one side. This consideration was based on concerns about the possible impact on market quality if small orders are increasingly directed from one Participant to another executing Participant for execution as an intentional cross marked as jitney, rather than trading with the market participant(s) displaying the best available price at the time.

We did not propose a minimum size requirement for an intentional cross marked as jitney on one side as our policy rationale for changing the intentional cross definition is that the current definition is outdated, and that the historical prohibition does not apply to all Canadian marketplaces and adds unnecessary complexity. Given that we do not believe there is justification for the existing prohibition, we do not believe sufficient rationale exists to further condition the use of jitney by imposing a minimum size requirement.

Please refer below in this Rules Bulletin to Question 2 as we are seeking feedback on this issue.

## **4. Impacts of the Proposed Amendments**

In the impact assessment table below, we list:

- the major policy elements of the Proposed Amendments,
- a description of the intended policy benefits of each element, and
- an assessment of its impact on clients, issuers, marketplaces, Participants, Access Persons and CIRO.

The Proposed Amendments are intended to:

- result in positive impacts for investors, investment dealers, and the industry at large (with a neutral impact on those not specifically expected to benefit). We believe the proposal will have an incremental impact in terms of implementation for Participants, Access Persons and marketplaces.
- have a neutral impact on marketplaces and issuers.

### **4.1 Cost estimate**

Participants, Access Persons and marketplaces may incur implementation costs associated with the requirement to include a specific designation for the entry and execution of a “Net Asset Value Order” and changes to policies and procedures where appropriate. We do not believe these costs will be significant.

## 4.2 Conclusions

We believe that, if approved, the Proposed Amendments would result in:

- neutral to positive impacts on Participants, Access Persons and clients resulting from potentially improved execution outcomes and ease of order execution through the use of intentional crosses with one side marked as a “jitney order”.
- positive impacts on Participants, Access Persons and clients resulting from the increased transparency associated with a required designation for the entry and execution of a “Net Asset Value Order”.
- neutral impact on marketplaces and issuers.

We have not identified any regional-specific effects or impacts that would be associated with the Proposed Amendments.

We have not identified any negative impacts associated with the Proposed Amendments and we believe any associated costs are outweighed by the positive impacts that would result.

## 5. Implementation

CIRO does not expect Participants, Access Persons and marketplaces to undertake substantial implementation efforts associated with the Proposed Amendments. If approved, Participants and marketplaces would be required to undergo systems changes to support the use of a new designation for a “Net Asset Value Order”. Participants will also need to update applicable policies and procedures to include the use of a “Net Asset Value Order” where appropriate, and to ensure appropriate trading supervision of Net Asset Value Orders and intentional crosses pursuant to UMIR 7.1.

We propose at least a 90-day implementation period after the publication of a notice of approval.

## 6. Questions

While comment is requested on all aspects of the Proposed Amendments, comment is also specifically requested on the following questions:

### Question 1

Should we impose any restrictions on the entry of a Net Asset Value Order? (e.g., should we restrict the entry of a Net Asset Value Order to orders greater than a minimum size?) If so, please explain why and set out what the minimum size should be.

### Question 2

Should we impose any restrictions on the use of an intentional cross with jitney? (e.g., should we impose a minimum size threshold that would apply when entering an intentional cross with jitney on one side of the trade?) If you believe a minimum size threshold is appropriate, please explain why and set out what the threshold should be.

### Question 3

While CIRO would generally expect that a Net Asset Value Order should be executed as soon as is practical after publication of NAV by the issuer of the ETF, should this be directly included as a

*CIRO Bulletin 24-0213 – Rules Bulletin – Request for Comments – UMIR – Proposed Amendments Respecting Net Asset Value Orders and Intentional Crosses*

requirement for entry of a Net Asset Value Order (*i.e.*, where NAV is published after trading hours have ended on all Canadian marketplaces, should Participants be required to execute those trades as soon as trading hours begin on a Canadian marketplace the following trading day)?

#### Question 4

The Proposed Amendments would add a new designation of a “Net Asset Value Order” in UMIR 6.2(1)(b) that would be required to be applied with the entry of a “Net Asset Value Order” on a marketplace, and which would be required to be disclosed for display by the marketplace on which the “Net Asset Value Order” is entered. Have you identified any concerns with public disclosure of an order that is a “Net Asset Value Order”?

#### Question 5

The definition of a “Net Asset Value Order” as proposed does not require the execution price to be the exact NAV as published by the issuer of the ETF, but instead at a price that references the published NAV. This reference price may include fees incurred by the executing Participant and/or commissions embedded in the execution price. Please identify any concerns with this proposed approach.

#### Question 6

Have we identified all the material impacts on clients, issuers, Participants, Access Persons, marketplaces or CISO as a result of the Proposed Amendments? If not, please list any other impacts that you believe will materially impact one or more parties and why. In particular, please provide comments on the potential costs associated with the proposed introduction of a Net Asset Value Order, and associated designation requirements under UMIR 6.2.

#### Question 7

Overall, do you agree with CISO’s qualitative assessment that the benefits of the Proposed Amendments are proportionate to their costs? Please provide reasons for your views.

#### Question 8

Would 90 days for implementation be sufficient time for:

- Participants and marketplaces to undertake required systems changes to support the new “Net Asset Value Order” designation, and
- Participants to update their processes and policies and procedures to ensure the use, and supervision of, the new “Net Asset Value Order” designation as appropriate?

### 7. Policy Development Process

#### 7.1 Regulatory Purpose

By promoting greater transparency of order and trade information, and modernizing UMIR to remove outdated definitions and associated trading inefficiencies, the Proposed Amendments would:

- foster fair and efficient capital markets and promote market integrity,
- promote just and equitable principles of trade, and
- foster public confidence in capital markets.

The Proposed Amendments do not impose any requirements that CIRO, its Members or Approved Persons must comply with in order to become exempted from a requirement of securities legislation.

## 7.2 Regulatory Process

The Board of Directors of CIRO (**Board**) has determined the Proposed Amendments to be in the public interest and on **July 18, 2024** approved them for public comment.

We consulted with the following CIRO advisory committees on this matter:

- CCLS Institutional Subcommittee
- Investor Advisory Panel
- Market Rules Advisory Committee
- National Council

After considering the comments on the Proposed Amendments received in response to this Request for Comments together with any comments of the CSA, CIRO staff may recommend revisions to the Proposed Amendments. If the revisions and comments received are not material in nature, the Board has authorized the President to approve the revisions on CIRO's behalf and the revised Proposed Amendments will be subject to approval by the CSA. If the revisions or comments are material, CIRO staff will submit the Proposed Amendments, including any revisions, to the Board for approval for republication or implementation, as applicable.

## 8. Appendices

[Appendix 1](#) - Proposed Amendments to UMIR (clean)

[Appendix 2](#) - Proposed Amendments to UMIR (blacklined and clean)

[Appendix 3](#) - Impact Assessment