7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Aucune information.

7.2.2. Publication

Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché
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, des règlements suivants :

- *Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*;
- *Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation*;

Vous trouverez également ci-joint au présent bulletin**,** en versions française et anglaise, la modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* et la modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation*.

Au Québec, les règlements seront pris en vertu de l'article 331.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* et seront approuvés, avec ou sans modification, par le ministre des Finances. Les règlements entreront en vigueur à la date de leur publication à la *Gazette officielle du Québec* ou à une date ultérieure qu'ils indiquent, tandis que les instructions générales seront adoptées sous forme d'instruction et prendront effet de façon concomitante à l'entrée en vigueur des règlements.

Renseignements additionnels

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

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Direction de la supervision des OAR
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Élaine Lanouette
Analyste
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4356
Sans frais : 1 877 525-0337, poste 4356
elaine.lanouette@lautorite.qc.ca

Le 13 novembre 2009

Avis de publication

Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché

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

I. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») ont apporté certaines modifications (les « modifications ») aux textes suivants :

1. le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et *l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (l'« Instruction générale 21-101 »);

2. le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») et l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (l'« Instruction générale 23-101 »).

Les éléments centraux des modifications établissent un régime en vertu duquel tous les ordres à cours limité visibles, immédiatement accessibles et ayant un meilleur cours doivent être exécutés avant les autres ordres à cours limité à cours inférieurs, quel que soit le marché sur lequel ils sont saisis (le « régime de protection des ordres » ou le « régime de protection contre les transactions hors cours »). Les autres éléments des modifications concernent l'interdiction de figer ou de croiser intentionnellement les marchés, les prescriptions techniques des marchés, la synchronisation des horloges et les obligations applicables aux agences de traitement de l'information.

Nous faisons observer que, pour le moment, nous ne donnons pas suite aux obligations d'information en matière de meilleure exécution qui incombent aux marchés et aux courtiers. Nous avons l'intention de publier de nouveau le projet de modification et inclurons à cette occasion un résumé des commentaires reçus sur les obligations proposées, ainsi que nos réponses. Nous soulignons également que l'expression « protection contre les transactions hors cours » a été remplacée par « protection des ordres », mais que la notion sous-jacente est la même dans les deux cas.

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications, à l'exception de celles ayant trait au régime de protection des ordres (c'est-à-dire la partie 6 du Règlement 23-101), entreront en vigueur le 28 janvier 2010 dans tous les territoires membres des ACVM. Le régime de protection des ordres entrera en vigueur le 1er février 2011. L'annexe A du présent avis contient d'autres renseignements sur la mise en œuvre ou la prise des règlements, dans chaque province ou territoire.

En Ontario, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») a présenté les modifications au ministre des Finances le 13 novembre 2009 pour approbation. On trouvera une version soulignée (anglaise) montrant les modifications sur le site Web de plusieurs membres des ACVM.

D'ici à l'entrée en vigueur des modifications instituant le régime de protection des ordres, nous nous attendons à ce que les participants, au sens des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), respectent la Règle 5.2, *Meilleur cours*, des RUIM (la « règle des RUIM sur le meilleur cours »).

II. Contexte

Le 22 juillet 2005, les ACVM ont publié le Document de discussion 23-403, *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors*

cours (le « document de discussion de 2005 »)[1], qui traitait des faits nouveaux sur les marchés et de leur incidence sur les marchés financiers du Canada, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours (la « protection des ordres »).

Le document de discussion de 2005 posait un certain nombre de questions destinées à cerner les valeurs et les règles importantes pour les participants canadiens au marché. Vu l'importance des enjeux de la protection des ordres et leur incidence possible sur les marchés financiers du Canada, les ACVM ont organisé un forum public le 14 octobre 2005 afin de permettre à tous les intéressés de participer aux discussions sur la protection des ordres[2].

Les ACVM ont reçu des commentaires au sujet de certains enjeux soulevés dans le document de discussion de 2005 à l'égard desquels il ne s'est pas souvent dégagé d'opinion majoritaire, les points de vue étant partagés environ à parts égales. Toutefois, la majorité des intervenants étaient d'avis que tous les ordres visibles ayant un meilleur cours devraient être exécutés avant les ordres ayant un cours inférieur.

Le 20 avril 2007, les ACVM et Services de réglementation du marché inc. (RS), devenu depuis l'OCRCVM, ont publié l'*Avis conjoint sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés* (l'« avis conjoint »)[3]. L'avis conjoint présentait une proposition de régime de protection des ordres[4].

Le 17 octobre 2008, les ACVM ont publié les projets de règlements modifiant le Règlement 21-101 et le Règlement 23-101 ainsi que des projets de modification de leurs instructions générales (collectivement, les « projets de règlements de 2008 »)[5]. Les ACVM ont sollicité les commentaires sur tous les aspects des projets de règlements de 2008 et ont reçu 18 mémoires en réponse. Nous avons examiné les commentaires reçus et remercions tous les intervenants. La liste des intervenants et un résumé des commentaires, accompagné de nos réponses, figurent à l'annexe B du présent avis.

En février 2009, les ACVM ont mis sur pied un comité sectoriel de mise en œuvre (le « comité de mise en œuvre »), constitué de représentants intéressés (marchés, courtiers, fournisseurs et investisseurs institutionnels), afin que celui-ci formule des recommandations aux ACVM et à l'OCRCVM, lorsque cela était approprié, au sujet des aspects opérationnels de la mise en œuvre du régime de protection des ordres. Plus de 30 intervenants du secteur ont pris part à ce comité. Dans le cadre de son mandat, le comité de mise en œuvre a mis sur pied des sous-comités chargés de discuter de cinq sujets qui, à son avis, pourraient entraîner une modification substantielle des dispositions réglementaires, et de formuler des recommandations à cet égard. Les recommandations de chacun des sous-comités ont été présentées au comité de mise en œuvre, qui a ensuite remis un rapport aux ACVM. Le rapport du comité de mise en œuvre concernant les éventuelles modifications importantes du projet de régime de protection contre les transactions hors cours (le « rapport du comité de mise en œuvre ») figure à l'annexe C du présent avis. Nous souhaitons remercier tous les membres du comité de mise en œuvre du temps qu'ils ont consacré au comité et de leur précieux apport. Nos remerciements s'adressent tout particulièrement à Mme Judith Robertson, présidente du comité.

---

[1] Pour une mise en contexte, voir le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 22 juillet 2005, Vol. 2, N° 29.

[2] La transcription des débats du forum sur les transactions hors cours est publiée sur le site Web de la CVMO, à l'adresse suivante : http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/rule_20051014_23-403_trade-through-forum (en anglais seulement).

[3] Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 20 avril 2007, Vol. 4, N° 16.

[4] L'avis conjoint présentait également des projets de modifications réglementaires relatives à l'accès aux marchés et à la meilleure exécution. Les ACVM ont publié la version finale des projets de modifications réglementaires relatives à la meilleure exécution le 20 juin 2008 et de nouveau le 5 septembre 2008. Elles sont entrées en vigueur le 12 septembre 2008. Nous comptons réexaminer les projets de modifications réglementaires relatives à l'accès aux marchés et les republier pour consultation en 2010.

[5] Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 17 octobre 2008, Vol. 5, N° 41.

III. Régime de protection des ordres

1. Qu'est-ce que la protection des ordres?

La protection des ordres, ou la protection contre les transactions hors cours, est la garantie que tous les ordres à cours limité immédiatement accessibles, visibles et ayant un meilleur cours sont exécutés avant les ordres à cours limité ayant un cours inférieur, et que les ordres ne sont pas contournés. Tous les participants au marché ont envers l'ensemble du marché cette obligation. Bon nombre des personnes qui ont commenté les projets de règlements de 2008 ont indiqué qu'elles croyaient en l'importance de l'obligation de protection des ordres. Contrairement à l'obligation d'obtenir la meilleure exécution, cette obligation n'est pas une obligation fiduciaire, et il n'est pas possible d'y déroger[6]. L'obligation de protection des ordres s'applique dès lors qu'au moins deux marchés comportant des ordres protégés sont ouverts.

2. Pourquoi la protection des ordres est-elle importante?

Dans un contexte de multiplicité des marchés, la garantie que les ordres ayant un meilleur cours seront exécutés avant ceux à cours inférieur est primordiale pour maintenir la confiance des investisseurs et l'équité du marché. La protection des ordres est particulièrement importante pour assurer la participation future des investisseurs individuels qui s'attendent depuis longtemps à une telle protection. Sans cette protection, les investisseurs ne seraient pas suffisamment encouragés à contribuer à la formation des cours parce que ceux qui dévoilent leurs intentions n'ont aucune assurance que leurs ordres ayant un meilleur cours seront exécutés, tandis que d'autres peuvent se servir de ces renseignements pour orienter leurs décisions de négociation. En outre, les investisseurs, notamment les investisseurs individuels, pourraient perdre confiance dans l'équité du traitement de leurs ordres. Cette situation pourrait contribuer à créer une perception selon laquelle les règles du jeu ne sont pas les mêmes pour tous et que certains participants sont avantagés par rapport à d'autres. Une telle perception pourrait amener des investisseurs à quitter le marché.

Les ACVM sont d'avis qu'il est important que tous les types de participants, plus particulièrement les investisseurs individuels, aient confiance dans l'équité et l'intégrité du marché canadien. Ils devraient avoir la certitude que, lorsqu'ils saisissent un ordre sur un marché, celui-ci recevra un traitement équitable, indépendamment de l'envergure du participant et de la taille de l'ordre. Cette confiance favorise une plus grande participation de toutes les catégories d'investisseurs, ce qui accroît la liquidité du marché et augmente l'efficacité du processus de formation des cours. En conséquence, les ACVM estiment que la protection des ordres est un élément clé de l'intégrité du marché canadien.

3. Le régime actuel

À l'heure actuelle au Canada, la protection des ordres est prévue dans la règle des RUIM sur le meilleur cours, laquelle oblige les courtiers qui effectuent des opérations sur les marchés canadiens à déployer des efforts raisonnables pour obtenir le meilleur cours disponible pour leurs opérations. Selon la règle des RUIM sur le meilleur cours, les courtiers sont tenus d'adopter et d'appliquer des politiques et des procédures indiquant la façon dont ils s'acquitteront de leur obligation d'obtenir le meilleur cours. Cette règle prévoit plusieurs exceptions et indique en termes généraux les facteurs pris en considération pour déterminer si des efforts raisonnables ont été déployés[7].

Actuellement, la règle des RUIM sur le meilleur cours ne s'applique qu'aux courtiers, qui n'ont donc pas les mêmes obligations que les autres utilisateurs des systèmes de négociation parallèles (SNP). En outre, la règle ne prévoit pas l'infrastructure nécessaire pour empêcher efficacement les transactions hors cours. Par exemple, elle ne prévoit pas de

---

[6] L'avis accompagnant les projets de règlements de 2008, publié à la page 216 du Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 17 octobre 2008, Vol. 5, N° 41, traitait des transactions hors cours et de la meilleure exécution.

[7] Voir la Règle 5.2, *Meilleur cours*, des RUIM ainsi que la politique s'y rapportant.

système qui permettrait aux participants au marché d'acheminer des ordres vers plusieurs marchés simultanément.

L'OCRCVM abrogera la règle des RUIM sur le meilleur cours dès que le régime de protection des ordres entrera en vigueur. On trouvera d'autres renseignements sur les dispositions relatives à la mise en œuvre du régime de protection des ordres dans l'avis 09-0328 de l'OCRCVM. D'ici là, les ACVM s'attendent à ce que les participants respectent la règle des RUIM sur le meilleur cours.

4. Le projet de régime de protection des ordres

Cette section présente les principales dispositions du régime de protection des ordres[8]. Elle indique les parties auxquelles des modifications ont été apportées et présente le point de vue du comité de mise en œuvre ainsi que nos réponses.

a) Principaux aspects du régime de protection des ordres

i) Obligation des marchés

Le régime de protection des ordres oblige chaque marché à établir, à maintenir et à faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours sur ce marché. Les marchés sont tenus de contrôler régulièrement l'efficacité de leurs politiques et de leurs procédures et d'en corriger rapidement les lacunes. L'objectif visé est d'obliger les marchés à éliminer les transactions hors cours qu'il est raisonnablement possible d'empêcher, mais aussi de leur laisser de la latitude sur les moyens employés pour y parvenir. Les marchés peuvent s'acquitter de l'obligation de plusieurs façons, notamment en établissant volontairement des liens directs avec d'autres marchés, en refusant des ordres, en modifiant le prix des ordres ou en concevant des algorithmes de négociation particuliers. Cependant, ils ne peuvent pas contourner leurs obligations en établissant des politiques et des procédures obligeant les participants au marché à prendre des mesures raisonnables pour empêcher les transactions hors cours.

Au nombre des politiques et des procédures que les marchés sont tenus d'avoir en application du régime de protection des ordres, doivent figurer celles concernant leur fonctionnalité automatisée et la façon dont ils traiteront les pannes, les défauts de fonctionnements ou les retards importants touchant les autres marchés. En outre, les marchés sont tenus d'aviser immédiatement leurs participants au marché ainsi que tous les fournisseurs de services de réglementation, les agences de traitement de l'information (ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, les fournisseurs d'information) et tous les autres marchés des pannes, défauts de fonctionnements ou retards importants touchant leurs systèmes, leur matériel ou leur capacité à transmettre les données relatives aux ordres et aux opérations[9]. Ils sont également tenus d'avoir des politiques et des procédures relatives aux ordres à traitement imposé (pour en connaître davantage sur les ordres à traitement imposé, voir ci-après).

On s'attend à ce que les marchés démontrent l'efficacité de leurs politiques et procédures au moment de leur évaluation par les autorités en valeurs mobilières en conservant l'information pertinente. Cette information porterait sur les mesures prises par le marché pour évaluer ses politiques et procédures, les problèmes rencontrés, et les mesures prises pour corriger ces problèmes[10].

Les marchés sont tenus de fournir leurs politiques et leurs procédures ainsi que toute modification à l'autorité en valeurs mobilières et à leur fournisseur de services de réglementation 45 jours avant de les mettre en œuvre. Les ACVM pourraient être disposées à accorder une dispense de ce délai de 45 jours, s'il y a lieu.

---

[8] Le régime de protection des ordres était appelé « régime de protection contre les transactions hors cours » dans les projets de règlement de 2008.

[9] Article 6.3 du Règlement 23-101.

[10] Article 6.1 du Règlement 23-101 et article 6.2 de l'Instruction générale 23-101.

ii) Ordres protégés

La protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres protégés, c'est-à-dire les ordres d'achat ou de vente de titres cotés, à l'exception des options, qui sont affichés sur un marché fournissant la fonctionnalité automatisée et sur lesquels de l'information doit être fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information[11]. Les ACVM ne considèrent pas comme des ordres protégés les ordres assortis de conditions spéciales qui ne sont pas immédiatement exécutables ou qui sont inscrits sur les registres des ordres assortis de conditions particulières, notamment tout ou rien, une quantité minimale ou une livraison au comptant ou différée[12]. Cependant, les personnes qui exécutent leurs ordres contre ces types d'ordres sont tenues de les exécuter d'abord contre tous les ordres ayant un meilleur cours.

Le marché disposant de la fonctionnalité automatisée peut faire ce qui suit immédiatement et automatiquement :

- permettre qu'un ordre entrant saisi sur le marché électroniquement porte la désignation « exécuter sinon annuler »;
- exécuter tout ordre désigné comme « exécuter sinon annuler »;
- annuler les tranches non exécutées d'un tel ordre;
- transmettre une réponse à l'auteur de l'ordre pour lui indiquer la mesure prise;
- afficher de l'information mettant à jour les ordres affichés sur le marché[13].

Nous faisons observer que, dans la version anglaise des projets de règlements de 2008, nous avons modifié le nom de la désignation de l'ordre qui figure dans la définition de l'expression *automated functionality* afin de nous conformer aux normes du secteur; ainsi, le nom de la désignation, qui était auparavant *fill-or-kill*, est devenu *immediate-or-cancel*. Ce changement n'a aucune incidence sur la terminologie utilisée dans la version française des projets de règlements de 2008.

iii) Ordres visibles

Le régime de protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres visibles et aux tranches visibles des autres ordres. Pour qu'il soit protégé, un ordre doit être affiché par un marché et l'information le concernant doit avoir été fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information.

Les ordres cachés ou les tranches d'ordres iceberg qui ne sont pas visibles ne sont pas protégés par ce régime. À l'heure actuelle, les ordres non visibles ou les tranches non déclarées d'un registre transparent peuvent être évitées au moyen de la désignation de contournement introduit par l'OCRCVM[14]. La désignation de contournement indique au marché que l'ordre acheminé ne doit pas être exécuté contre des ordres cachés. Cette désignation peut être utilisée même si on a recours à l'exception pour les ordres à traitement imposé dont il est question ci-dessous.

---

11 Définition à l'article 1.1 du Règlement 23-101.
12 Paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale 21-101.
13 Article 1.1 du Règlement 23-101.
14 Voir l'Avis de l'OCRCVM relatif à l'intégrité du marché 2008-008, publié le 16 mai 2008.

iv) Pleine profondeur du registre

Le régime de protection des ordres maintiendra la norme actuellement prévue dans la règle des RUIM sur le meilleur cours et s'appliquera à tous les ordres visibles et à toutes les tranches visibles des ordres inscrits dans le registre, c'est-à-dire à la pleine profondeur du registre. Ainsi, le marché qui souhaite exécuter un ordre à un cours inférieur ou le participant au marché qui utilise un ordre à traitement imposé doit veiller à ce que tous les ordres protégés visibles ayant de meilleurs cours aient d'abord été exécutés. Cette démarche est différente de celle adoptée dans le règlement dit *Regulation NMS* aux États-Unis, qui ne protège que la meilleure offre d'achat et la meilleure offre de vente sur chaque place financière (« tête du registre »)[15].

Les membres du comité de mise en œuvre sont en désaccord sur la question de savoir si les ACVM devraient ou non adopter la protection de niveaux du registre qui ne seraient pas la pleine profondeur. Bien qu'ils s'entendent pour dire que la protection à la pleine profondeur du registre est plus complète et conforme aux principes des ACVM, les membres ne s'entendent pas sur la question de savoir si la protection accrue à la pleine profondeur du registre justifie les coûts supplémentaires. Pour pouvoir se pencher plus avant sur la question, le personnel des ACVM a adressé aux membres des questions précises sur les coûts associés à la protection à la pleine profondeur du registre par rapport à ceux associés à la protection à la tête du registre. Ces questions, accompagnées d'un résumé des réponses reçues, figurent à l'annexe D du présent avis.

Afin de déterminer si nous devons maintenir la protection à la pleine profondeur du registre ou protéger plutôt la tête du registre, nous avons examiné les renseignements fournis par le comité de mise en œuvre et ceux glanés tout au long de cette analyse. Nous avons plus particulièrement examiné les commentaires reçus dans le cadre de la consultation sur le document de discussion de 2005, l'avis conjoint et les projets de règlements de 2008, ainsi que les observations sur la protection à la pleine profondeur du registre et sur la protection à la tête du registre contenues dans les recommandations du comité de mise en œuvre, ainsi que les réponses aux questions adressées au comité de mise en œuvre (représentants de marchés, de courtiers, d'investisseurs institutionnels et de fournisseurs). Bien que nous prenions acte que certains membres du comité de mise en œuvre sont en faveur de l'adoption d'une règle de protection à la tête du registre, nous faisons observer ce qui suit :

- Un examen des commentaires reçus dans le cadre de la consultation sur le document de discussion de 2005 et en réponse à l'avis conjoint indique que la majorité des intervenants sont en faveur d'une règle de protection s'appliquant à tous les ordres visibles, quelle que soit leur position dans le registre. La majorité des personnes qui ont répondu à la consultation sur les projets de règlements de 2008 sont également en faveur d'une protection à la pleine profondeur, quoique certains expriment des avis divergents quant au nombre de niveaux du registre que devrait protéger le régime.

- Au sein du comité de mise en œuvre, il y a absence de consensus clair sur la question de savoir si nous devons maintenir la protection à la pleine profondeur du registre ou adopter la protection à la tête du registre.

- Parmi les réponses que le comité de mise en oeuvre a données aux questions officieuses des ACVM, la majorité indiquent que les frais supplémentaires qu'entraînerait la protection à la pleine profondeur du registre par rapport à la protection à la tête du registre sont peu élevés. En outre, il n'y a pas de consensus sur la question de savoir si les coûts augmenteraient en raison du temps de latence accru que causerait la protection à la pleine profondeur.

Les ACVM ont décidé de maintenir la protection à la pleine profondeur du registre. Nous sommes d'avis que ce mode de protection permet de remplir plus efficacement le grand objectif qu'est la confiance des investisseurs à l'égard de l'équité et de l'intégrité du

[15] Regulation National Market System, article 242.611, Final Rule, Federal Register 124 (29 juin 2005), p. 37620 à 37632.

marché. Nous estimons qu'il est important pour les investisseurs, y compris les investisseurs individuels, de savoir que tout ordre saisi sur un marché sera exécuté avant un ordre ayant un cours inférieur. De plus, nous croyons que le remplacement du niveau de protection actuellement en vigueur au Canada par la protection à la tête du registre pourrait être perçu comme un amoindrissement de la protection des investisseurs.

Plusieurs membres du comité de mise en œuvre ont mentionné que, par rapport à la protection à la tête du registre, la protection à la pleine profondeur du registre pouvait entraîner l'augmentation des coûts en raison notamment de l'obligation de conserver un plus grand volume de données dans le but de démontrer la conformité au régime de protection des ordres. À l'heure actuelle, les ACVM ne s'attendent pas à ce qu'il y ait de grandes différences entre le fait de démontrer la conformité au régime de protection des ordres et le fait pour les courtiers de démontrer leur respect des obligations de meilleure exécution et d'obtention du meilleur cours. Nous travaillerons de concert avec l'OCRCVM à l'élaboration de nos attentes concernant l'information que devront conserver les marchés et les participants au marché qui choisissent d'utiliser les ordres à traitement imposé. Ces attentes seront exposées dans un avis du personnel.

v) Disposition anti-échappatoire

Nous avons inclus une disposition anti-échappatoire qui interdit à toute personne d'acheminer des ordres vers des marchés étrangers à la seule fin de contourner le régime de protection des ordres[16] en vigueur au Canada. Dans son rapport, le comité de mise en œuvre recommande que l'application de toute disposition obligeant les participants à exécuter les ordres ayant un meilleur cours au Canada avant de les exécuter sur des marchés étrangers soit limitée aux opérations organisées au préalable visant un grand nombre de titres. L'OCRCVM publiera à cet égard, en même temps que le présent avis, des modifications devant être apportées aux RUIM[17].

Nous soulignons toutefois que, bien que le régime de protection des ordres ne les y oblige pas, les participants au marché doivent tenir compte des marchés étrangers pour remplir leur obligation de meilleure exécution.

b) Transactions hors cours « autorisées »

L'objectif général du régime de protection des ordres est de promouvoir la confiance dans le marché et l'équité d'un marché où la tranche visible des ordres à cours limité ayant un meilleur cours a préséance sur les ordres à cours inférieurs. Il faut toutefois reconnaître que la surveillance des transactions hors cours dans un contexte de marchés multiples a gagné en complexité, notamment en raison de l'apparition de nouveaux types d'ordres et de l'évolution de la structure des marchés au Canada.

En conséquence, nous précisons un certains nombre de circonstances dans lesquelles les transactions hors cours sont autorisées[18]. Ces transactions hors cours autorisées, ou exceptions, ont pour objectif premier d'établir une protection des ordres intermarchés effective tout en permettant l'utilisation de stratégies de négociation et de types d'ordres utiles pour les investisseurs. Elles visent à promouvoir l'équité, l'innovation et la concurrence. Le marché ou le participant au marché doit avoir adopté des politiques et des procédures énonçant les circonstances dans lesquelles il peut se prévaloir de ces exceptions et la façon dont il entend prouver qu'il peut s'en prévaloir.

i) Panne, défaut de fonctionnement ou retard important touchant les systèmes, le matériel ou la capacité à transmettre des données de marché (exception pour difficultés techniques)

---

16 Article 6.7 du Règlement 23-101.

17 Le 27 octobre 2008, l'OCRCVM a publié dans son Avis sur les règles 08-0163 une proposition conceptuelle concernant les conditions d'exécution des opérations sur un marché organisé réglementé étranger.

18 La liste des transactions hors cours autorisées figure à l'article 6.2 du Règlement 23-101.

Nous incluons une exception en cas de panne, de défaut de fonctionnement ou de retard important touchant les systèmes ou le matériel d'un marché ou la capacité d'un marché à transmettre des données de marché (« difficultés techniques »)[19]. Cette exception vise à procurer aux marchés et aux participants au marché la marge de manœuvre dont ils ont besoin lorsqu'ils traitent avec un marché dont les systèmes connaissent des difficultés techniques (qu'elles puissent être résolus à brève échéance ou non). Il incombe au marché qui connaît des difficultés techniques d'en informer tous les autres marchés, ses participants au marché, l'agence de traitement de l'information et les fournisseurs de services de réglementation[20].

Si un marché omet à plusieurs reprises de répondre immédiatement aux ordres reçus ou s'il y a des retards importants dans le temps de réponse, et que le marché ne diffuse aucun avis pour signaler ses difficultés techniques éventuelles, le marché qui lui achemine un ordre ou tout participant au marché peut se prévaloir du paragraphe *a* de l'article 6.2 ou du sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101, conformément aux politiques et aux procédures qu'il a adoptées pour réagir aux difficultés techniques. Cette exception procure la latitude nécessaire pour remédier aux problèmes potentiels que le temps de latence pourrait causer. En pareil cas, le marché ou le participant au marché doit aviser immédiatement le marché qui semble rencontrer des difficultés techniques, ses participants au marché (selon le cas), l'agence de traitement de l'information et les fournisseurs de services de réglementation. Cet avis signalera au marché qu'il est possible qu'il rencontre des difficultés techniques et l'aidera à déterminer si tel est le cas.

Au cours des prochains mois, nous prévoyons consulter des intervenants du secteur et examiner un certain nombre de questions liées à la mise en œuvre de l'exception pour difficultés techniques, notamment les paramètres de la procédure et du protocole de notification.

ii) Ordre à traitement imposé

Nous incluons une exception permettant à l'auteur d'un ordre d'informer un marché qu'à la réception d'un type d'ordre particulier, il pourra exécuter immédiatement l'ordre suivant le traitement précisé, sans égard aux ordres ayant un meilleur cours qui sont affichés par un autre marché[21]. Par ailleurs, nous avons remplacé le nom de ce type d'ordre, qui était auparavant « ordre de balayage intermarchés », par « ordre à traitement imposé »[22]. Nous avons aussi prévu une exception pour envoi simultané de plusieurs ordres à traitement imposé[23]. Pour donner suite aux recommandations du comité de mise en œuvre, les modifications apportent des précisions au sujet des responsabilités des marchés et des participants au marché recourant aux ordres à traitement imposé. Un ordre peut être désigné comme un « ordre à traitement imposé » par un marché ou un participant au marché, désignation qui permet plusieurs traitements. Un ordre à traitement imposé peut donner au marché destinataire l'instruction d'exécuter l'ordre immédiatement et d'annuler toute tranche non exécutée de celui-ci, ou encore d'exécuter l'ordre immédiatement et d'inscrire au registre toute tranche non exécutée de celui-ci. En outre, un ordre à traitement imposé peut donner l'instruction d'inscrire l'ordre au registre en tant qu'ordre passif en attente d'exécution.

Afin d'éviter l'interaction avec la liquidité cachée, l'ordre à traitement imposé peut être assorti d'une désignation de contournement, au sens des RUIM de l'OCRCVM. Qu'un ordre à traitement imposé soit ou non assorti d'une telle désignation, son auteur doit le faire exécuter contre tous les ordres visibles ayant un meilleur cours avant de le faire exécuter à un cours inférieur. Si un ordre à traitement imposé non assorti d'une désignation de contournement interagit avec la liquidité cachée, il doit être exécuté contre tous les ordres visibles ayant un meilleur cours avant d'être exécuté contre les ordres à cours inférieur.

---

[19] Paragraphe *a* de l'article 6.2 et sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

[20] Paragraphe 1 de l'article 6.3 de l'Instruction générale 23-101.

[21] Paragraphe *b* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

[22] Définition à l'article 1.1 du Règlement 23-101.

[23] Paragraphe *c* de l'article 6.2 et sous-paragraphe *ii* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

La définition d'ordre à traitement imposé prévoit que plusieurs ordres à traitement imposé peuvent être acheminés simultanément pour exécution contre des ordres protégés. En outre, les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul ordre à traitement imposé pour exécution contre la meilleure offre d'achat ou de vente protégée. Un ordre à traitement imposé peut permettre aux participants d'exécuter des ordres visant des blocs importants de titres, à condition qu'ils en acheminent plusieurs simultanément pour exécution contre des ordres ayant un meilleurs cours. Cette exception vise à faciliter le respect de l'obligation de protection des ordres. Le participant au marché qui achemine un ordre à traitement imposé doit avoir adopté des politiques et des procédures énonçant les règles d'utilisation de ce type d'ordres et être en mesure de démontrer qu'il les respecte.

Le comité de mise en œuvre recommande que des précisions soient apportées aux obligations incombant aux participants au marché qui choisissent d'assumer la responsabilité du respect du régime de protection des ordres. Bien que cette attente soit déjà énoncée dans les dispositions réglementaires, nous avons, dans notre réponse à la demande du comité, précisé l'obligation à l'article 6.4 du Règlement 23-101; en effet, cet article oblige tout participant au marché, avant de recourir aux ordres à traitement imposé, à établir, à maintenir et à faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours.

iii) Exception pour fluctuation des marchés

Avec l'émergence des systèmes de négociation électronique, l'évolution des conditions du marché s'accélère au rythme des percées technologiques. Ces dernières années, le nombre d'ordres saisis pour chaque opération exécutée a monté en flèche, ce qui signifie que, souvent, la fluctuation du cours d'un titre est plus rapide que le temps de réponse du négociateur. C'est pourquoi nous proposons d'autoriser les transactions hors cours qui se produisent lorsque le marché affichant le meilleur cours qui a été contourné avait affiché, immédiatement avant l'opération, un ordre à un cours égal ou inférieur à celui de la transaction hors cours[24]. Cette exception vise à alléger les pressions qu'occasionne l'évolution rapide des marchés.

Le comité de mise en œuvre a recommandé l'adoption d'une exception rétrospective, qui permettrait aux marchés de saisir une opération organisée au préalable dont le cours est en dehors de la fourchette entre le meilleur cours acheteur et « meilleur cours acheteur et vendeur national » (« NBBO ») au moment de la saisie, à condition que : a) le cours se situait dans cette fourchette au moment où l'opération a été conclue et b) l'opération soit saisie par le marché dans les 10 secondes suivant le moment où les parties ont convenu de l'opération.

Pour faire suite à cette recommandation, les ACVM ont précisé que l'exception pour fluctuation des marchés[25] répond à la préoccupation du comité de mise en œuvre au sujet de la latence associée à l'exécution manuelle des opérations.

L'exception pour fluctuation des marchés permet l'exécution d'un ordre sur un marché dans les limites de la meilleure offre d'achat ou de vente sur ce marché, mais en dehors des limites de la meilleure offre d'achat ou de vente affichée sur l'ensemble des marchés. Il est ainsi possible de conclure une transaction hors cours si, au moment de la transmission de l'ordre, le cours saisi se situait dans les limites de la meilleure offre d'achat ou de vente sur un marché, mais que, pendant le délai d'exécution de l'ordre, la meilleure offre d'achat ou de vente a fluctué sur l'ensemble des marchés. L'exception permet également l'exécution d'une transaction convenue hors marché (après vérification que le prix négocié se situe dans les limites de la meilleure offre d'achat ou de vente sur l'ensemble des marchés) lorsque la meilleure offre d'achat ou de vente affichée sur un autre marché a fluctué avant que la transaction ait été exécutée (c.-à-d. saisie) sur le marché.

Au Canada, les ordres portant sur des titres cotés ne peuvent être exécutés hors marché qu'à de très rares occasions, qui sont décrites à l'article 6.4 des RUIM[26]. Les

[24] Paragraphe *d* de l'article 6.2 et sous-paragraphe *ii* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

[25] Anciennement appelée exception pour la « cotation oscillante ».

transactions négociées qui sont exécutées hors marché ne sont pas considérées comme exécutées tant qu'elles n'ont pas été saisies sur un marché. En outre, l'exception pour fluctuation des marchés facilitera la saisie des transactions manuelles après qu'elles ont été convenues dans le contexte du marché, mais ces transactions peuvent être exécutées hors marché dès lors qu'elles sont saisies sur un marché.

L'exception ne vise pas à changer les pratiques de négociation au Canada et à permettre la négociation et la déclaration des opérations hors marché. Les ordres appariés ne sont considérés comme exécutés que s'ils ont été exécutés dans le contexte du marché sur lequel l'ordre est saisi.

iv) Ordres non standards

Nous avons inscrit les ordres non standards sur la liste des transactions hors cours autorisées. Ces ordres d'achat ou de vente d'un titre sont assortis de conditions de règlement qui ne sont pas établies par le marché à la cote duquel le titre est inscrit ou sur lequel il est coté[27]. Toutefois, aucun participant au marché ne saurait ajouter de condition de règlement particulière à un ordre à la seule fin d'en faire un ordre non standard qui donne droit à une exception prévue par le régime de protection des ordres.

v) Ordres à cours calculé

Nous incluons une exception pour les ordres dont le cours n'est pas connu au moment où ils sont saisis et n'est pas fondé, directement ou indirectement, sur le cours affiché du titre au moment où l'engagement d'exécuter l'ordre a été pris[28]. Nous faisons observer que le libellé des projets de règlements de 2008 a été modifié afin de mieux décrire ce type d'ordre. Les ordres visés par cette définition sont les suivants :

- l'ordre au cours du marché, dont le cours est calculé par le système de négociation du marché au moment fixé par ce dernier;

- l'ordre au premier cours, dont le cours est le cours d'ouverture déterminé par le marché selon sa propre formule;

- l'ordre au dernier cours, qui est exécuté au cours de clôture sur un marché donné, mais saisi avant que ce cours ne soit connu;

- l'ordre au cours moyen pondéré en fonction du volume, dont le cours est fixé selon une formule qui mesure le cours moyen pondéré sur un ou plusieurs marchés;

- l'ordre de base, dont le cours est fonction des cours auxquels une ou plusieurs opérations sur dérivés ont été effectuées sur un marché; ce type d'ordre doit être approuvé par un fournisseur de services de réglementation, ou encore par une bourse surveillant la conduite de ses membres ou un système de cotation et de déclaration d'opérations surveillant celle de ses utilisateurs[29].

vi) Ordres au cours de clôture

Nous incluons une exception pour les ordres d'achat ou de vente d'un titre coté qui sont saisis sur un marché et qui sont exécutés au cours de clôture du titre sur ce marché une

---

[26] Une opération peut être exécutée hors marché dans les cas suivants : elle vise un titre non inscrit ou non coté en bourse, elle fait l'objet d'une dispense réglementaire, elle vise à corriger une erreur, elle est exécutée sur un marché organisé réglementé étranger, elle est exécutée hors du Canada et conformément aux obligations de déclaration applicables, elle résulte de l'application de certaines modalités se rattachant au titre, elle résulte de l'exercice d'une option, d'un droit, d'un bon de souscription ou d'une entente contractuelle semblable existante, elle est effectuée dans le cadre d'un placement par prospectus ou d'un placement dispensé, ou elle vise un titre inscrit faisant l'objet d'une interruption, d'un retard ou d'une suspension.

[27] Sous-paragraphe *i* du paragraphe *e* de l'article 6.2 et disposition A du sous-paragraphe *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

[28] Sous-paragraphe *ii* du paragraphe *e* de l'article 6.2 et disposition B du sous-paragraphe *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

[29] Article 1.1.3 de l'Instruction générale 23-101.

fois qu'il a été établi[30]. Certains marchés permettent les négociations hors séance à des cours établis par eux pendant la séance à des participants au marché qui sont comparés à un certain cours de clôture. Nous avons donc inclus une exception pour les transactions hors cours découlant de l'exécution de ces opérations pour qu'il ne soit pas nécessaire de les confronter aux ordres ayant un meilleur cours sur d'autres marchés.

vii) Marchés croisés

Nous incluons une exception pour les transactions hors cours qui se produisent lorsque la meilleure offre d'achat protégée est supérieure à la meilleure offre de vente protégée (marché croisé)[31]. Sans cette exception, il serait impossible d'exécuter des transactions en cas de marché croisé, car il s'agirait de transactions hors cours. Les ACVM reconnaissent que des marchés croisés peuvent se produire du fait que la protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres ou tranches d'ordres affichés et non aux ordres cachés ou en réserve. Quiconque croiserait intentionnellement le marché pour tirer avantage de cette exception commettrait une infraction à l'article 6.5 du Règlement 23-101.

c) Accès équitable aux marchés

Nous avons apporté des modifications à l'Instruction générale 21-101 dans le but d'améliorer les dispositions du règlement sur l'accès équitable[32]. Plutôt que de fixer un seuil à partir duquel les SNP doivent donner accès à tous les participants au marché, les dispositions obligent les marchés à fournir un accès équitable à tous leurs services relatifs à la saisie des ordres, à leur exécution, à leur acheminement et aux données s'y rapportant, de même qu'à la négociation des titres. En outre, les marchés devraient donner un accès équitable à leurs services afin de se conformer à l'obligation de protection des ordres.

En ce qui concerne les non-membres et les non-adhérents, nous sommes d'avis qu'un marché ne devrait pas être tenu de leur fournir un accès direct. Il incombera aux marchés de déterminer la meilleure façon de respecter leur obligation de protection des ordres. Dans les projets de règlements de 2008, nous avons demandé des commentaires sur les différentes options qui s'offrent aux marchés pour acheminer les ordres vers d'autres marchés. Certains proposent de créer un lien direct entre les marchés, par l'intermédiaire d'un courtier appartenant à chaque marché qui deviendrait membre ou adhérent de chacun des autres marchés affichant des ordres protégés. D'autres intervenants proposent notamment que les SNP soient autorisés à acheminer des ordres vers une bourse sans être tenus de devenir une organisation participante de cette bourse, à utiliser un mécanisme interne ou le mécanisme d'une personne reliée pour l'acheminement intelligent des ordres, à utiliser sous licence le mécanisme d'un tiers indépendant pour l'acheminement intelligent des ordres, à améliorer le cours d'un ordre à un niveau non problématique ou à rejeter un ordre potentiellement problématique. Au cours des prochains mois, nous comptons consulter des intervenants du secteur au sujet d'autres questions relatives à l'accès.

d) Plafonnement des frais de négociation

Dans les projets de règlements de 2008, nous avons proposé une démarche fondée sur des principes en matière de plafonnement des frais de négociation. Nous avons demandé si les ACVM devraient plafonner les frais d'accès aux ordres afin que soit respectée l'obligation de protection des ordres et, le cas échéant, quel devrait être ce plafond. Les avis des intervenants sont partagés. Plusieurs sont d'avis qu'un plafond devrait être fixé, mais on ne s'entend pas sur le montant du plafond. D'autres estiment que les frais ne devraient pas être plafonnés et que la concurrence des marchés règlerait cette question. Nous soulignons que les frais de négociation sont définis comme suit : « frais qu'un marché exige pour l'exécution d'une opération sur ce marché »[33]. Ils comprennent les frais pouvant être exigés pour l'accès à un ordre, mais non les droits exigés pour l'acheminement ou pour la diffusion de données.

---

30 Sous-paragraphe *iii* du paragraphe *e* de l'article 6.2 et disposition C du sous-paragraphe *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

31 Paragraphes *f* de l'article 6.2 et *v* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

32 Articles 7.1 et 8.2 de l'Instruction générale 21-101.

33 Article 1.1 du Règlement 21-101.

Dans son rapport, le comité de mise en œuvre arrive à la conclusion qu'il est souhaitable d'inclure le plafonnement des frais de négociation dans le régime proposé. Bien que ses membres ne s'entendent pas sur la détermination du plafond, le comité de mise en œuvre a recommandé aux ACVM d'évaluer la possibilité d'adopter le barème utilisé aux États-Unis, lequel a établi un plafond fixe pour les actions qui se négocient à un cours supérieur à 1 $ et un plafond sous forme de pourcentage maximal de la valeur de l'opération pour les actions qui se négocient à un cours inférieur à 1 $.

Les ACVM ont examiné attentivement la possibilité d'abandonner leur approche fondée sur des principes au profit d'un plafond déterminé aux frais de négociation. Dans le cadre de l'examen du plafonnement des frais, les problèmes suivants ont été soulevés.

- Si le plafond pour les frais de négociation est un montant fixe par action, les frais exigés représenteront un plus grand pourcentage de la valeur de l'opération dans le cas d'actions dont le cours est peu élevé que dans le cas d'actions dont le cours est élevé.

- Le fait d'imposer des frais en cents par action ou en pourcentage de la valeur de l'opération pourrait limiter la capacité des marchés à innover en matière de barèmes de droits.

- Le marché canadien comporte une plus forte proportion d'actions qui se négocient à moins de 1 $ que les États-Unis et le fait d'appliquer tout simplement le barème de droits qui est en vigueur aux États-Unis pourrait avoir des incidences imprévues. Par exemple, l'imposition d'un plafond de frais en fonction d'un pourcentage de la valeur de l'opération pourrait agir défavorablement sur la viabilité des marchés canadiens des petits émetteurs.

En conséquence, les ACVM ont décidé de conserver leur démarche fondée sur des principes et de ne pas plafonner les frais de négociation. Afin d'empêcher les marchés d'augmenter leurs frais pour tirer parti du régime de protection des ordres et de régler certaines questions soulevées par le comité de mise en œuvre, nous adopterons, en ce qui concerne les frais, l'approche à trois volets exposée ci-dessous.

a) Disposition proposée : Le régime de protection des ordres interdit à un marché d'imposer, pour l'exécution d'un ordre, des conditions qui entraîneraient une discrimination entre les ordres acheminés à ce marché et les ordres saisis sur ce marché[34].

b) Obligations actuellement en vigueur : À l'heure actuelle, les articles 5.1 et 6.13 du Règlement 21-101 exigent que les marchés n'interdisent pas indûment à une personne l'accès à leurs services ni ne leur imposent indûment des conditions ou des limites à l'accès. Cela s'étend à l'imposition de droits ou d'un barème de droits posant des limites ou des conditions indues à l'accès. Le marché devrait évaluer si de telles barrières existent selon divers facteurs, notamment les suivants :

- la valeur du titre négocié;

- le rapport entre le montant des droits exigés et la valeur du titre négocié;

- le montant des droits exigés par les autres marchés;

- s'agissant des droits relatifs aux données de marché, le rapport entre le montant des droits exigés et la part de marché du marché concerné.

Le comité de mise en œuvre a exprimé la crainte que l'interdiction pour les marchés d'exiger des frais de négociation égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation, au sens des RUIM, ne donne à entendre que les frais de négociation sont raisonnables dès lors qu'ils sont inférieurs à l'échelon. Or, l'interdiction n'a pas pour objet de fixer les frais exigés par les marchés, mais de préserver l'intégrité du régime de protection des ordres. C'est pourquoi, afin d'assurer l'atteinte des objectifs réglementaires du régime, nous avons

[34] Article 10.2 du Règlement 21-101.

ajouté, dans l'Instruction générale 21-101[35], un cinquième facteur sur lequel les marchés doivent juger si les droits qu'ils exigent interdisent indûment l'accès à leurs services ou imposent indûment des conditions ou des limites à l'accès. Nous avons également réaffirmé dans l'Instruction générale 21-101 que des frais de négociation égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation minimal, au sens des RUIM, imposeraient indûment des conditions ou des limites à l'accès aux services du marché concerné, car ils seraient incompatibles avec les objectifs réglementaires de la protection des ordres.

c) Lettre adressée aux marchés. Afin de nous assurer que les droits actuellement exigés par les marchés canadiens n'imposent pas indûment de conditions ou de limites à l'accès à leurs services, nous demanderons à tous les marchés d'expliquer et de justifier leur barème de droits actuel et, dorénavant et avant sa mise en œuvre, toute modification qui sera apportée à celui-ci, pour démontrer qu'ils se conforment au Règlement 21-101.

e) Marchés figés et marchés croisés

Il se produit un « marché figé » lorsqu'un même titre se négocie sur plusieurs marchés et qu'une offre d'achat sur un marché est affichée à un cours identique à celui d'une offre de vente sur un autre marché. Si les deux ordres avaient été saisis sur le même marché, l'offre d'achat et l'offre de vente auraient été appariées et une opération aurait été exécutée. Il existe deux façons de débloquer un marché figé :

- habituellement, d'autres acheteurs et vendeurs se manifestent, ce qui donne lieu à des opérations et à une correction immédiate;

- l'un des participants qui a causé le marché figé retire son ordre et le passe sur un autre marché en vue d'une exécution immédiate.

Par ailleurs, il se produit un « marché croisé » lorsque l'offre d'achat (de vente) d'un participant sur un marché est supérieure (inférieure) à l'offre de vente (d'achat) d'un autre participant sur un autre marché. Cette situation ne dure habituellement pas longtemps puisqu'un participant profite généralement de l'occasion d'arbitrage.

Bien qu'il soit admis chez les participants au marché que les marchés croisés intentionnellement devraient être interdits, certains avancent que les marchés figés sont théoriquement les plus efficaces de tous, car ils éliminent l'écart entre les cours acheteurs et vendeurs. D'autres soutiennent que les marchés figés créent de la confusion du fait que les participants au marché, notamment les investisseurs, ne comprennent pas pourquoi un ordre affiché n'est pas exécuté alors qu'un ordre inverse est affiché au même cours sur un autre marché. Une telle confusion peut influer sur la perception qu'ils ont de l'efficience et de l'équité du marché canadien et, partant, diminuer leur niveau de confiance et décourager leur participation. De plus, si le négociateur agit comme mandataire d'un client, il pourrait, en figeant le marché au lieu d'exécuter l'ordre, se trouver à manquer à ses obligations de meilleure exécution.

Nous sommes d'avis que les marchés figés ou croisés intentionnellement peuvent nuire à l'efficience du marché, donner une apparence de manque d'intégrité du marché et créer de la confusion chez les investisseurs. Nous estimons qu'un ordre devrait être exécuté du moment que le participant accepte le cours auquel il est affiché. Qui plus est, l'interdiction pourrait accroître les interactions entre acheteurs et vendeurs et favoriser l'utilisation des ordres à cours limité (en procurant une certaine protection au premier ordre affiché).

L'article 6.5 du Règlement 23-101 interdit aux participants au marché de figer ou de croiser le marché intentionnellement en saisissant un ordre protégé afin d'acheter un titre à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée ou en saisissant un ordre protégé afin de vendre un titre à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. Cet article vise les cas dans lesquels le participant au marché saisit un ordre pour

[35] Sous-paragraphe *e* du paragraphe 4 des articles 7.1 et 8.2 de l'Instruction générale 21-101.

figer ou croiser intentionnellement un marché donné ou l'ensemble du marché. Il ne vise pas à interdire les ordres à cours limité négociables. Comme l'indique le sous-paragraphe vii) du paragraphe b) de l'article 4) du présent avis, une exception est prévue dans le régime de protection des ordres pour permettre de débloquer les marchés croisés qui se produisent accidentellement. Il n'est pas nécessaire de prévoir une exception pour débloquer les marchés figés.

Il est entendu qu'un participant au marché fige intentionnellement un marché s'il saisit un ordre sur un marché en particulier afin d'éviter d'acquitter les droits exigés par un marché ou de profiter d'un rabais offert par un marché. En outre, les ACVM considéreront tout ordre désigné comme ordre à traitement imposé ou toute tranche inexécutée d'un ordre à traitement imposé qui est inscrite dans le registre et qui fige ou croise le marché comme une opération visant à fixer ou à croiser intentionnellement le marché et, partant, comme une infraction au Règlement 23-101.

Les ACVM reconnaissent qu'un marché figé ou croisé peut se produire accidentellement, notamment dans les circonstances suivantes :

- le traitement de multiples ordres à traitement imposé acheminés vers divers marchés par un participant au marché a occasionné un temps de latence;

- un des marchés affichant un ordre engagé dans le marché figé ou croisé subissait une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché;

- l'ordre qui fige ou croise le marché a été saisi à un moment où le marché était déjà figé ou croisé;

- un ordre a été affiché après que la totalité de la liquidité affichée a été exécutée et un ordre en réserve a généré une nouvelle offre d'achat visible supérieure à l'offre de vente affichée ou une nouvelle offre de vente inférieure à l'offre d'achat affichée[36].

IV. Modifications supplémentaires

Parallèlement au régime de protection des ordres, nous avons apporté d'autres modifications au Règlement 21-101 et au Règlement 23-101.

1. Les systèmes des marchés

Plusieurs modifications ont été apportées aux obligations relatives aux systèmes des marchés prévues à la partie 12 du Règlement 21-101. Il s'agit pour la plupart de mises à jour techniques des obligations et d'ajustements qui tiennent mieux compte de la réalité. Certaines modifications ont aussi été apportées en réponse à des préoccupations soulevées au sujet des normes applicables aux marchés.

La partie 12 du Règlement 21-101 oblige les marchés à tenir compte de certains aspects liés à la gestion de la capacité, au développement et aux tests des systèmes, à la vulnérabilité des systèmes et à la continuité de service. Les modifications qui ont été apportées obligent également les marchés à développer et à maintenir un système de contrôle interne, concept plus global et intégrant. L'examen indépendant annuel des systèmes a pour objet de garantir la conformité sur ces points.

Nous avons supprimé le seuil à partir duquel un SNP est dispensé de l'examen indépendant de ses systèmes. Dorénavant, tout SNP est tenu d'engager chaque année une personne compétente qui doit effectuer un examen indépendant de ses systèmes et établir un rapport conformément au paragraphe 1) de l'article 12.2 du Règlement. L'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut envisager d'accorder à un marché une

[36] Paragraphe 2 de l'article 6.4 de l'Instruction générale 23-101.

dispense de cette obligation. Une dispense peut être accordée si le marché établit une auto-évaluation de son système de contrôle et qu'il la dépose auprès de l'agent responsable. Avant de décider d'accorder une telle dispense, l'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières tiendra compte de plusieurs facteurs propres au marché, notamment sa part de marché, la date du dernier examen indépendant de ses systèmes et les modifications apportées à ses systèmes ou à son personnel[37].

Des modifications ont aussi été apportées aux règles qui obligent les marchés à mettre à la disposition du public leurs prescriptions techniques relatives à l'interfaçage avec leurs systèmes ou à l'accès à ceux-ci, et à permettre l'accès à des installations d'essais. Avant sa mise en activité, tout nouveau marché doit mettre à la disposition du public ces prescriptions pendant au moins trois mois et permettre l'accès à des installations d'essais pendant au moins deux mois. Le marché qui est déjà en activité doit mettre à la disposition du public toutes les modifications importantes apportées à ces prescriptions pendant trois mois et permettre l'accès à des installations d'essais de ces systèmes pendant deux mois[38]. En réponse aux commentaires des intervenants, nous avons laissé de la latitude pour permettre à un marché d'apporter immédiatement des modifications à ses prescriptions techniques dans le but de remédier à une panne, à un défaut de fonctionnement ou à un retard important touchant ses systèmes ou son matériel, à condition qu'il avise immédiatement l'agent responsable et son fournisseur de services de réglementation de son intention d'apporter de telles modifications et qu'il mette à la disposition du public les prescriptions techniques modifiées dès que possible[39].

3. La transparence

Nous avons apporté des modifications aux parties 9 et 10 de l'Instruction générale 21-101 pour clarifier l'obligation, prévue aux articles 7.1, 7.2, 8.1 et 8.2 du Règlement 21-101, pour les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers, de fournir de l'information exacte et en temps opportun sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information qui respecte les normes fixées par un fournisseur de services de réglementation. Cette information ne doit pas être mise à la disposition d'autres personnes plus rapidement qu'elle n'est fournie à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information.

4. Les règles applicables à l'agence de traitement de l'information et les obligations relatives à ses systèmes

Nous avons apporté des modifications à l'article 14.5 du Règlement 21-101 et à la partie 16 de l'Instruction générale 21-101 en ce qui concerne les exigences technologiques et les obligations qui incombent à l'agence de traitement de l'information. À cet égard, l'agence de traitement de l'information a des obligations qui sont similaires à celles des marchés, notamment l'aptitude à évaluer la gestion de la capacité, le développement et les tests des systèmes, la vulnérabilité des systèmes et la continuité des activités[40].

En vertu du Règlement 21-101, l'agence de traitement de l'information est tenue d'assurer la collecte, le traitement et la diffusion des informations sur les ordres et sur les opérations sur titres d'une manière rapide, exacte et loyale. Les ACVM s'attendent à ce que, lorsqu'elle remplit cette obligation, l'agence de traitement de l'information fasse en sorte que tous les marchés, intermédiaires entre courtiers sur obligations et courtiers aient accès à elle à des conditions équitables et raisonnables. Les ACVM s'attendent également à ce que l'agence de traitement de l'information n'accorde aucun privilège à ceux qui fournissent ou reçoivent de l'information. L'agence de traitement de l'information ne doit pas fournir l'information à une personne ou à un groupe de personnes plus rapidement qu'à d'autres[41].

---

37 Paragraphe 4 de l'article 14.1 de l'Instruction générale 21-101.
38 Paragraphes 1 et 2 de l'article 12.3 du Règlement 21-101.
39 Paragraphe 4 de l'article 12.3 du Règlement 21-101.
40 Article 14.5 du Règlement 21-101.
41 Paragraphe 3 de l'article 16.1 de l'Instruction générale 21-101.

En date du 1er juillet 2009, TSX Inc. est l'agence de traitement de l'information pour les titres de participation canadiens. CanPX est l'agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunt privés.

5. Modifications apportées aux articles 7.2, 7.4 et 8.3 du Règlement 23-101 – Entente entre le marché et un fournisseur de services de réglementation

En raison de la multiplication des marchés au Canada, nous avons apporté des modifications afin d'assurer que l'information provenant de tous les marchés soit transmise à un fournisseur de services de réglementation de manière à lui permettre d'assurer efficacement la surveillance de l'ensemble des marchés. Le paragraphe *c* des articles 7.2 et 7.4 et le paragraphe *d* de l'article 8.3 exigent que l'entente entre le fournisseur de services de réglementation et le marché stipule que ce dernier doit transmettre toute l'information qui est raisonnablement nécessaire au fournisseur de services de réglementation pour surveiller efficacement la conduite et les activités de négociation des participants au marché sur l'ensemble des marchés et la conduite des marchés, le cas échéant. Cette modification ne change aucunement la relation actuelle entre la bourse ou le système de cotation et de déclaration d'opérations et son fournisseur de services de réglementation. Elle vient plutôt préciser que nous nous attendons à ce que le fournisseur de services de réglementation reçoive l'information dont il a besoin pour surveiller efficacement les opérations sur plusieurs marchés et pour veiller à ce que les marchés placés sous sa surveillance respectent uniformément certaines normes et obligations, lesquelles devraient porter au moins sur la synchronisation des horloges, l'utilisation des désignations, des symboles et des désignations précises, les obligations relatives à la protection des ordres, ainsi que les obligations relatives à la piste de vérification[42].

V. Période de mise en œuvre

Les modifications, à l'exception de celles ayant trait au régime de protection des ordres, entreront en vigueur le 28 janvier 2010. Les modifications ayant trait au régime de protection des ordres (partie 6 du Règlement 23-101, partie 6 de l'Instruction générale 23-101 et définitions pertinentes) entreront en vigueur le 1er février 2011. L'écart entre ces dates est attribuable à la période de transition dont les marchés et les participants au marché ont besoin pour se préparer à mettre en œuvre le régime de protection des ordres. Nous prévoyons fournir d'autres précisions sur la mise en œuvre dans un avis distinct qui sera publié prochainement.

VI. Questions

Pour toute question, prière de s'adresser aux personnes suivantes :

Élaine Lanouette
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4356

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358

Tracey Stern
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8167

Sonali GuptaBhaya
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-2331

Matthew Thompson
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8223

Doug Brown
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-0605

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819

[42] Article 7.5 de l'Instruction générale 23-101.

Annexe A

Mise en œuvre ou prise des règlements de modification

Les règlements de modification seront mis en œuvre de la manière suivante :

- sous forme de règlements en Alberta, en Colombie-Britannique, à l'Île-du-Prince-Édouard, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, en Ontario et à Terre-Neuve-et-Labrador;

- sous forme de règlements au Nunavut, au Québec, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon;

- sous forme de règlements de la commission en Saskatchewan.

Les modifications des instructions générales seront établies sous forme d'instructions générales dans tous les territoires membres des ACVM.

En Ontario, les règlements de modification et les autres documents exigés ont été remis au ministre des Finances le 13 novembre 2009. Le ministre peut approuver ou refuser les règlements de modification, ou encore les retourner pour réexamen. Si le ministre approuve les règlements de modification (ou ne prend pas d'autres mesures), ceux-ci entreront en vigueur le 28 janvier 2010.

Au Québec, les règlements de modification sont pris en vertu de l'article 331.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* et doivent être approuvés, avec ou sans modification, par le ministre des Finances. Les règlements de modification entreront en vigueur à la date de leur publication dans la *Gazette officielle du Québec* ou à toute date ultérieure qu'ils indiquent. Ils sont également publiés au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers.

En Colombie-Britannique, la mise en œuvre les règlements de modification est subordonnée à l'approbation du ministre compétent. Sous réserve des approbations nécessaires, la Colombie-Britannique prévoit que le Règlement entrera en vigueur le 28 janvier 2010.

Annexe B

Résumé des commentaires du public sur le projet de modification du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 »)	
Commentaires	***Réponses des ACVM***
Nécessité de la protection des ordres De nombreux intervenants déclarent croire à l'importance d'une obligation de protection des ordres. Cependant, un intervenant n'estime pas que l'obligation de protection des ordres soit nécessaire, étant donné les avancées en matière de systèmes d'accès direct au marché et de systèmes intelligents d'acheminement des ordres, l'amélioration des produits d'analyse du coût des opérations et les autres innovations technologiques sur le marché.	*Nous sommes d'avis que la protection des ordres est importante pour maintenir la confiance des investisseurs et l'équité du marché, surtout dans un marché où les investisseurs individuels sont nombreux et vu les attentes traditionnelles en la matière. Les progrès technologiques ne concourent pas à l'atteinte de ces importants objectifs réglementaires.*
Étendue de la protection des ordres Quelques intervenants expriment une opinion sur l'étendue de l'obligation de protection. Deux intervenants sont en faveur d'une protection contre les transactions hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre. L'un d'eux ajoute que les technologies actuelles réduisent la complexité de l'obligation de protection à la pleine profondeur et déclare que l'obligation devrait demeurer telle quelle, à moins que l'analyse des données générées à ce jour ne prouve que cela constitue un désavantage. Un intervenant indique que la protection à la pleine profondeur du registre ne serait ni substantielle ni utile et qu'elle entraînerait une latence considérable pour les systèmes des marchés. Il estime que le niveau de protection approprié contre les transactions hors cours devrait être limité à cinq cours. Un autre intervenant recommande de n'appliquer la protection contre les transactions hors cours qu'à la tête du registre dans un premier temps, puis d'élargir la portée de l'obligation par la suite. Un autre propose de protéger plus que la tête du registre sans aller jusqu'à la pleine profondeur. Certains intervenants ont des craintes à propos des coûts de mise en œuvre d'une obligation s'étendant à la pleine profondeur du registre.	*Comme nous l'indiquons dans l'avis de publication des modifications au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et au Règlement 23-101 sur les règles de négociation (« l'avis »), après examen et analyse des observations ainsi que des renseignements et des recommandations du Comité de mise en œuvre (pour plus de détails, voir la partie II de l'avis), nous avons décidé de maintenir la protection à la pleine profondeur du registre. Selon nous, il importe que les investisseurs sachent que les ordres qu'ils saisissent sur les marchés seront exécutés avant les ordres dotés de cours inférieurs.*

Frais et droits	
Un intervenant propose d'élargir le régime des frais de négociation en régime de « frais d'accès » qui limite les frais qu'un marché peut facturer à d'autres marchés et fournisseurs de systèmes intelligents d'acheminement des ordres pour les « données sur les ordres protégés » affichées qu'ils sont tenus d'utiliser pour respecter leurs obligations de protection des ordres.	*Nous avons supprimé l'obligation de limiter les frais de négociation mais ajouté des indications aux articles 7.1 et 8.2 de l'Instruction générale 21-101 pour mieux expliquer certains facteurs sur lesquels les autorités en valeurs mobilières du Canada peuvent juger si les droits exigés par un marché limitent indûment l'accès à ses services.*
Certains intervenants demandent deux clarifications en ce qui concerne les droits : 1) que les marchés ne sont pas limités en ce qui concerne la fixation des droits applicables aux ordres non protégés ou aux types d'ordres spéciaux qui ne sont pas exécutés strictement pour respecter l'interdiction de transactions hors cours, comme les ordres de référence, lorsque le participant au marché choisit d'utiliser ces types d'ordres; 2) que les marchés ne peuvent établir de distinction fondée sur le marché d'origine et que l'imposition de conditions différentes aux ordres en fonction du marché d'origine ne devrait pas non plus être permise.	*Nous notons également qu'il est interdit à tout marché d'imposer des conditions entraînant une discrimination entre les ordres acheminés à ce marché pour empêcher les transactions hors cours et les ordres créés sur ce marché, conformément à l'article 10.2 du Règlement 21-101.*
Ordres protégés	
Selon un intervenant, il faut limiter les définitions proposées d'« offre d'achat protégée » et d'« offre de vente protégée » aux ordres à fournir à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information. Il propose de dire ce qui suit : « de l'information la concernant <u>doit être</u> fournie conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché à une agence de traitement de l'information [...] ».	*Nous sommes d'accord et avons apporté la modification proposée.*
Application	
Plusieurs intervenants nous demandent de préciser comment l'obligation de protection sera supervisée et appliquée. Un intervenant nous demande également de prévoir des amendes ou d'autres pénalités substantielles.	*Nous fournirons d'autres informations sur la surveillance et l'application de l'obligation de protection dans un avis subséquent, avant la mise en œuvre du régime de protection des ordres.*
Mise en œuvre de l'obligation de protection des ordres	
Un intervenant note expressément que les ACVM devraient établir si le secteur est en mesure actuellement de respecter les obligations proposées et, dans le cas contraire, si un délai supplémentaire pour élaborer les outils appropriés pourrait remédier à leur	*Nous avons consulté le secteur sur ce point et prévoyons fournir bientôt un calendrier de mise en œuvre plus détaillé.*

incapacité à se conformer. Il ajoute que la mise en œuvre doit être souple pour tenir compte des divers intérêts et niveaux de perfectionnement.	
Marchés figés et croisés	
Un intervenant indique qu'en l'absence d'interdiction de créer intentionnellement des marchés figés ou croisés, les marchés auront des difficultés à mettre en œuvre des systèmes pour se conformer aux obligations de protection des ordres. Voici certaines des solutions proposées par les intervenants : 1) les marchés devraient automatiquement modifier le cours des ordres pour les empêcher de figer ou de croiser un autre marché et 2) il faudrait utiliser une agence de traitement de l'information désignée pour remédier aux marchés figés et croisés ou en réduire l'incidence.	*Nous convenons qu'il faudrait interdire les ordres passés intentionnellement pour figer ou croiser le marché et avons prévu cette interdiction à l'article 6.5 du Règlement 23-101.*
Heures de négociation	
Certains intervenants indiquent que la protection des ordres ne devrait être exigée que durant la séance de bourse, et un intervenant propose expressément que la protection contre les transactions hors cours soit exigée : 1) soit durant la séance, de 9 h 30 à 16 h, ou 2) pendant toute période au cours de laquelle plusieurs marchés transparents sont ouverts pour négociation en continu.	*Nous sommes d'avis que l'obligation de protection des ordres s'applique lorsque au moins deux marchés affichant des ordres protégés sont ouverts. Cependant, en vertu du paragraphe* e *de l'article 6.2 du Règlement 23-101, aucun marché n'est tenu de prendre des mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours lors des négociations après-séance au cours établi par ce marché pendant la séance.*
Obligations relatives aux systèmes technologiques	
Les avis étaient partagés au sujet des obligations proposées en matière de systèmes technologiques. Selon un intervenant, le niveau de détail proposé est utile de manière générale. Un autre appuie l'obligation proposée, pour les systèmes de négociation parallèle (SNP), de faire effectuer annuellement un examen indépendant des systèmes. Un intervenant propose que l'on prescrive des normes en matière de reprise après sinistre et que les ACVM envisagent d'imposer aux marchés des normes minimales à respecter s'ils rencontrent des problèmes techniques, en dehors des situations d'urgence. Il avance qu'un plan de reprise après sinistre « raisonnable » ne suffit pas et que des normes plus détaillées sont nécessaires pour faire face aux incidents qui entraînent des pannes de	*Nous sommes d'avis que les obligations proposés en matière de systèmes technologiques sont nécessaires et importantes pour mettre à niveau les obligations existantes et mieux tenir compte des pratiques actuelles.* *Concernant la proposition de fixer des normes en matière de reprise après sinistre, nous consulterons le secteur à propos d'un protocole plus détaillé à suivre lorsque les marchés rencontrent des problèmes techniques dans le contexte de l'exception pour problèmes techniques.* *Quant à la proposition d'ajouter une exception pour permettre aux marchés d'accélérer les changements importants des prescriptions techniques jugés nécessaires, nous sommes d'accord et avons modifié en conséquence le paragraphe 4 de l'article 12.3*

système. Un autre intervenant affirme que les SNP devraient publier une description complète de leur méthode de répartition de l'exécution des ordres pour que les marchés qui leur acheminent des ordres puissent adapter leur logique d'acheminement de manière à s'acquitter de l'obligation de protection contre les transactions hors cours le plus efficacement possible. Deux intervenants estiment que les obligations proposées sont trop normatives et lourdes. L'un d'eux propose que leur portée soit fonction de la complexité des activités et du fait que d'autres utilisent le système. En ce qui concerne les délais proposés pour les avis et les tests, un intervenant souligne qu'il ne faudrait pas les prescrire mais préciser qu'ils dépendent de ce qui est raisonnable ou approprié dans les circonstances, tandis qu'un autre propose de les raccourcir de 60 à 30 jours et conseille de prévoir une exception pour permettre aux marchés d'accélérer les changements importants des prescriptions techniques qu'ils jugent nécessaires dans les circonstances.	*du Règlement 21-101.*
Ordres « exécuter sinon annuler » Deux commentaires ont été formulés au sujet des ordres « exécuter sinon annuler ». Un intervenant fait remarquer qu'en anglais, les expressions « *fill-or-kill* » et « *fill-and-kill* » sont employées indifféremment et ont un sens différent selon le territoire. Il propose d'inclure dans les modifications la définition de « *fill-or-kill* » des ACVM ou une description de la fonctionnalité de cet ordre. Un autre intervenant propose de réviser la définition de « *automated functionality* », dans la version anglaise, en remplaçant « *fill-or-kill* » par « *immediate-or-cancel* » car c'est l'expression qui est utilisée uniformément dans tous les marchés états-uniens.	*Dans la version anglaise du Règlement 23-101, nous avons remplacé « fill-or-kill » par « immediate-or-cancel » pour éviter toute confusion et tenir compte de la pratique du secteur.*
Entente entre le marché et un fournisseur de services de réglementation Selon un intervenant, il faudrait reformuler la modification du paragraphe *c* de l'article 7.2 du Règlement 23-101 pour ne pas indiquer que le fournisseur de services de réglementation surveille la bourse.	*Ces modifications visent à préciser que nous nous attendons à ce que le fournisseur de services de réglementation reçoive des participants au marché et des marchés qu'il surveille l'information qu'il juge nécessaire pour surveiller efficacement les opérations sur plusieurs marchés. Qui plus est, nous nous attendons à ce que l'OCRCVM, étant donné*

	qu'elle dispose de l'infrastructure pour ce faire, surveille certains aspects de la conformité des marchés à un nombre limité d'obligations réglementaires applicables, dont la protection des ordres et la synchronisation des horloges.
Fardeau du régime de protection des ordres	
Un intervenant soutient que l'obligation de protection des ordres devrait incomber aux courtiers si un marché la leur transfère. Un autre affirme que l'obligation devrait incomber aux courtiers et peut-être aux adhérents qui ne sont pas courtiers, tandis qu'un troisième estime qu'il ne faudrait l'imposer qu'aux courtiers et aux adhérents qui ne sont pas courtiers au lieu de laisser les courtiers l'assumer d'eux-mêmes. Un intervenant avance qu'il faut permettre aux marchés de transférer l'obligation aux courtiers parce que la réglementation états-unienne permet aux marchés d'en transférer tout ou partie aux participants au marché et qu'un marché peut avoir à prendre des mesures allant à l'encontre des décisions prises par les courtiers pour se conformer à leur obligation fiduciaire. Cet intervenant fait également valoir plusieurs difficultés que le passage à l'obligation de protection des ordres pose aux marchés, notamment le fait que la vitesse de la négociation serait dictée par les marchés et qu'il faudrait surveiller l'utilisation des ordres de balayage intermarchés (OBI) par les participants au marché en plus des opérations sur les marchés étrangers pour vérifier si la disposition anti-échappatoire est respectée. Un intervenant déclare que les questions de coûts et de technologie causées par l'imposition de l'obligation aux courtiers et aux adhérents qui ne sont pas courtiers peuvent déjà avoir été réglées par nombre de courtiers dans la pratique. Un autre intervenant note toutefois que tous les courtiers n'ont pas trouvé de solution.	*Nous sommes toujours d'avis qu'il vaut mieux laisser aux marchés le soin de mettre en œuvre le régime de protection des ordres. Les ACVM ont décidé d'imposer cette obligation aux marchés et non aux courtiers pour rééquilibrer les règles du jeu qui existent actuellement au Canada parce que la règle sur le meilleurs cours des RUIM ne s'applique qu'aux courtiers et non aux adhérents de SNP qui ne sont pas courtiers. Le régime de protection des ordres assujettit tous les participants au marché à cette règle. En outre, il existe moins de marchés que de courtiers, et nous sommes d'avis qu'il est plus efficient d'imposer l'obligation aux marchés.* *Nous avons cependant prévu que les courtiers peuvent conserver le contrôle de leur flux d'ordres grâce aux ordres à traitement imposé.*
Dépôt des politiques et procédures de protection des ordres	
Un intervenant fait remarquer que l'obligation de déposer les politiques et procédures concernant la prévention des transactions hors cours et les changements importants au moins 45 jours avant leur mise en œuvre réduit la souplesse dont les marchés ont besoin pour s'adapter aux évènements et qu'il n'est pas	*Nous reconnaissons que, dans certaines circonstances, le marché peut avoir à modifier rapidement ses politiques et procédures de protection des ordres. Nous faisons donc remarquer qu'une demande d'abrègement du délai réglementaire peut être une solution de*

indiqué clairement pourquoi ces politiques et procédures devraient être traitées différemment d'autres politiques ou procédures. ***Application de l'obligation de protection des ordres aux ordres actifs et passifs*** Un intervenant demande de préciser si l'obligation de protection des ordres s'applique tant aux ordres actifs qu'aux ordres passifs inscrits au registre. Il note que la définition d'« ordre protégé » exclut les ordres assortis de conditions particulières passifs. Il indique également qu'étant donné la différence de valeur entre les ordres assortis de conditions particulières et les opérations exécutées à des conditions standardisées, il n'y a aucune raison de faire une distinction entre les ordres passifs et actifs. Il en conclut que tous les ordres assortis de conditions particulières devraient être exclus de la définition d'« ordre protégé ». ***Exceptions à l'interdiction de transactions hors cours*** Panne des systèmes Un intervenant souligne que les mauvais fonctionnements au niveau de la saisie des ordres et des données pourraient forcer le marché qui achemine les ordres à invoquer une exception pour « autoassistance ». Il note aussi que le marché pour raisonnablement conclure qu'un autre marché rencontre des problèmes techniques alors qu'en réalité, il y a interruption de la connectivité entre les deux marchés. Il avance enfin que les marchés devraient agir raisonnablement ensemble et avec les fournisseurs de services tiers pour réparer la connexion. En outre, cet intervenant affirme que chaque marché devrait être dans l'obligation de consigner, sous forme vérifiable, les données qui ont contribué à sa décision de cesser l'acheminement à un autre marché. ***Obligations relatives aux ordres de balayage intermarchés (OBI)*** Selon un intervenant, il ne faudrait imposer aucune autre étape aux marchés pour vérifier les OBI du moment qu'ils disposent d'une fonctionnalité pour vérifier la présence de l'identificateur pertinent et qu'ils l'exécutent et l'acheminent en conséquence. Certains intervenants demandent des	*rechange viable.* *La définition d'« ordre protégé » ne fait aucune distinction entre les ordres passifs et les ordres actifs.* *Nous convenons que les marchés devront agir raisonnablement ensemble et avec les fournisseurs tiers en cas de problème touchant les lignes de communication entre les marchés. En application du paragraphe* a *de l'article 6.2 du Règlement 23-101, le marché peut cesser l'acheminement à un autre marché s'il conclut raisonnablement que celui-ci rencontre des problèmes techniques. De même, chaque marché est censé consigner conformément à ses politiques et procédures visées à la partie 6 du Règlement 23-101 les données qui ont contribué à sa décision de cesser l'acheminement à un autre marché.* *Nous confirmons que le marché qui reçoit un ordre à traitement imposé (appelé auparavant ordre de balayage intermarchés ou OBI) n'a pas à prendre de mesures supplémentaires pour vérifier qu'il s'agit d'un véritable ordre à traitement imposé mais qu'il lui suffit de s'assurer de la présence de l'identificateur*

indications sur l'utilisation des OBI, notamment en ce qui concerne l'identité du responsable de l'obligation réglementaire et de l'autorité chargée de son application.	*approprié et d'exécuter l'ordre ou encore de l'acheminer ou de l'inscrire au registre en conséquence. Ses politiques et procédures doivent indiquer les mesures prises sur réception d'un ordre à traitement imposé.* *Nous avons prévu à l'article 6.4 du Règlement 23-101 une disposition particulière concernant la responsabilité du participant au marché qui utilise un ordre à traitement imposé, et avons fourni dans l'instruction générale connexe des indications plus détaillées concernant l'obligation réglementaire du participant au marché et la façon de la respecter.*
Disposition anti-échappatoire Quelques intervenants sont en faveur de la disposition anti-échappatoire.	*Nous partageons cet avis et avons prévu une disposition anti-échappatoire à l'article 6.7 du Règlement 23-101.*
Question 1 : Faut-il permettre aux marchés de transférer à leurs participants l'obligation de protection contre les transactions hors cours? Dans quelles circonstances? Quelles seraient les conséquences pratiques de cette permission?	
Commentaires	***Réponses des ACVM***
La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question sont d'avis que les marchés ne devraient pas être autorisés à transférer l'obligation de protection des ordres aux participants au marché, sauf dans certaines circonstances. Certains estiment que lorsque certaines exceptions à l'obligation de protection contre les transactions hors cours s'appliquent, comme dans le cas des ordres de balayage intermarchés et des pannes de système, il conviendrait que les courtiers assument la responsabilité de la protection des ordres. Trois intervenants sont d'accord pour permettre aux marchés de transférer aux courtiers tout ou partie de l'obligation de protection des ordres. Un intervenant note que c'est la méthode utilisée aux États-Unis. Un autre intervenant est d'avis qu'il n'est pas utile d'interdire aux marchés d'utiliser une méthode en particulier pour respecter l'obligation de protection contre les transactions hors cours.	*Les ACVM sont d'accord avec la majorité des intervenants : il ne faudrait pas autoriser les marchés à transférer l'obligation de protection des ordres aux participants au marché.* *Cependant, si un participant au marché envoie un ordre à traitement imposé, c'est à lui que l'obligation de protection de l'ordre incombe.* *Nous notons également que si un participant au marché invoque une exception pour problèmes techniques, nous nous attendons à ce qu'il puisse notamment envoyer ses ordres à un autre marché, en se fiant à celui-ci pour remplir l'obligation de protection des ordres, ou envoyer un ordre à traitement imposé. L'envoi d'un tel ordre libèrerait le marché de son obligation de protection des ordres.*
Question 2 : Quel délai devrait être considéré comme une réponse « immédiate » du marché qui reçoit un ordre?	
Commentaires	***Réponses des ACVM***

7

Selon trois intervenants, une réponse immédiate pourrait être toute réponse dans un délai inférieur à une seconde. Un intervenant estime qu'une réponse « immédiate » devrait s'interpréter comme donnée dans un délai inférieur à 50 millisecondes, tandis qu'un autre estime que la limite devrait être au plus 20 millisecondes. Certains intervenants sont d'avis qu'il ne faut pas fixer un incrément de temps en particulier car l'évolution de la technologie changera ce que l'on considère comme raisonnable avec le temps. Ils estiment que la mesure de l'immédiateté devrait être relative à la performance des autres marchés ou à un point de référence convenu. Deux intervenants estiment que la meilleure solution serait que les marchés et les participants au marché indiquent ce qui constitue une réponse immédiate dans leurs politiques et procédures écrites. Un intervenant indique que les marchés devraient offrir aux OBI la même vitesse d'exécution qu'ils offrent aux autres ordres pour assurer une réponse rapide aux OBI.	*Nous avons décidé de ne pas attribuer de délai particulier au mot « immédiat » et nous attendons plutôt à ce que les marchés et les participants au marché évaluent si la réponse est « immédiate » en fonction du type d'ordre envoyé (électronique ou manuel) et du temps de réponse relatif des autres marchés.* *Nous consulterons le secteur pour établir une politique uniforme et élaborer un protocole que les marchés et les participants au marché devront suivre et intégrer dans leurs politiques et procédures.*
Question 3 : Faut-il prévoir d'autres exceptions?	
Selon certains intervenants, il faudrait considérer les points suivants : • la question de savoir comment exécuter les opérations en bloc en fonction des obligations proposées; • l'acheminement des OBI après annulation, la vente à découvert et les lots irréguliers; • l'extension de la définition d'« ordre à cours calculé » aux « opérations sur paniers de titres » dans lesquelles les parties conviennent d'un cours global et aucun titre ne représente une proportion notable du panier; • les situations dans lesquelles un acheteur souhaite rester en deçà de 9,9 % (ou 5 % lorsque l'offre existe déjà ou dans le cas des actions intercotés) dans le cadre d'acquisitions d'une petite participation initiale; • les situations dans lesquelles l'acheteur doit rester en deçà d'un niveau précis en vertu de la loi. <u>Ordres liés, applications internes</u> Un intervenant estime que les ordre liés et les	*Pour donner suite à l'étude des propositions des intervenants et des recommandations du Comité de mise en œuvre, nous avons décidé d'ajouter des précisions pour clarifier certaines exceptions.* *Le paragraphe b de la section 4 de la partie III de l'avis contient des explications complètes au sujet de ces modifications.*

applications internes devraient être dispensés du régime de protection contre les transactions hors cours. <u>Exception relative aux problèmes techniques</u> Certains intervenants estiment que l'exception pour problèmes techniques devrait obliger les marchés à être plus transparents en ce qui concerne les problèmes rencontrés et à démonter qu'ils les ont réglés.	*Les marchés sont tenus de donner avis des problèmes conformément à l'article 6.3 du Règlement 23-101, et nous nous attendons à ce qu'ils publient un avis une fois que les problèmes sont résolus. Les modalités de déclaration des problèmes techniques et les mesures à prendre seront indiquées dans un protocole.*
<u>Opérations négociées</u> Deux intervenants estiment qu'il faut prévoir une exception pour les opérations négociées. Un intervenant déclare en particulier que le système de négociation ne devrait interdire que les offres d'achat et de vente en dehors de la fourchette des cours au moment où elles sont acceptées, mais permettre l'exécution des opérations si les offres sortent de la fourchette au moment de leur acceptation par la contrepartie (c'est-à-dire 20 secondes plus tard).	*Cette question a été abordée par le Comité de mise en œuvre. Notre réponse à cette recommandation figure au sous-paragraphe iii du paragraphe b de la section 4 de la partie III de l'avis.*
<u>Ordres sur des lots irréguliers</u> Un intervenant estime que les ordres sur des lots irréguliers ne devraient pas bénéficier de la protection contre les transactions hors cours parce que l'acheminement serait impossible à gérer et que les coûts de compensation pourraient grimper si les participants au marché étaient tenus d'exécuter les ordres contre des unités de négociation irrégulières.	*La protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres inscrits dans le registre régulier. Les ordres sur des lots irréguliers qui ne sont pas inscrits dans ce registre ne bénéficient donc pas de cette protection.*
<u>Autres exceptions</u> Deux intervenants estiment qu'il ne semble pas nécessaire de prévoir d'autres exceptions à ce stade, mais que les ACVM doivent être prêtes à réévaluer les règles à mesure que de nouvelles questions se poseront.	*Nous sommes d'accord et, une fois que le régime de protection des ordres sera en vigueur, nous surveillerons le marché pour voir si d'autres exceptions s'imposent.*
Question 4 : Quelles sont les options qui s'offrent aux marchés pour acheminer les ordres vers d'autres marchés? Veuillez élaborer.	
Les solutions de rechange suivantes ont été proposées pour l'acheminement des ordres entre les marchés : • Les marchés pourraient être liées directement. Certains intervenants	*Nous remercions tous les intervenants d'avoir proposé des solutions de rechange pour l'acheminement des ordres d'un marché à l'autre. Nous nous attendons en outre à ce que le secteur discute davantage des méthodes possibles d'acheminement des ordres.*

estiment que l'on pourrait y parvenir en faisant en sorte que tous les marchés deviennent membres ou adhérents de tous les marchés protégés par l'entremise d'entités agissant comme courtiers. Certains estiment cependant que les coûts d'établissement de ces entités seraient notables. • Un intervenant exprime des réserves au sujet de l'option susmentionnée, notamment dans le cas où un marché qui agirait comme jitney pour ses participants et aurait à révéler les codes de ceux-ci. Il propose que le marché puisse plutôt transmettre les ordres de jitney avec son propre code. • Les nouveaux SNP pourraient afficher les cours par le biais d'un organisme d'autoréglementation comme cela se fait aux États-Unis (NYSE ou NASDAQ). • Un système intelligent d'acheminement des ordres implanté à l'interne ou appartenant à un apparenté, la conclusion d'un contrat de licence avec un partie indépendante pour son système intelligent d'acheminement des ordres, l'amélioration du cours de l'ordre de sorte qu'il ne soit pas hors cours ou le rejet d'un ordre potentiellement hors cours. • L'acheminement d'un ordre intact, y compris l'identité du courtier. • L'ajustement de la définition d'« ordre de jitney » pour que le participant au marché puisse exécuter des opérations pour d'autres participants qui ne sont pas nécessairement membres du marché où les opérations sont exécutées ou qui n'ont pas conclu d'entente avec celui-ci.	
Question 5 : Les ACVM devraient-elles plafonner les frais qui peuvent être exigés pour accéder à un ordre en application de l'interdiction de transaction hors cours? Dans l'affirmative, convient-il d'utiliser l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle universelle d'intégrité du marché 6.1 de l'OCRCVM comme plafond?	
Commentaires	***Réponses des ACVM***
Quelques intervenants souscrivent à l'idée de plafonner les frais exigés pour accéder à un ordre en application de l'interdiction de transaction hors cours, et l'un d'eux indique expressément que le plafond prévu par la Règle 6.1 des RUIM est approprié, tandis qu'un autre estime que le plafond de 0,003 $ utilisé au États-Unis est approprié, et qu'un	*Nous notons qu'outre ces commentaires, les ACVM ont tenu compte de la recommandation du Comité de mise en œuvre selon laquelle il faudrait prévoir un plafond précis des frais de négociation dans le régime de protection des ordres lors de la rédaction de la version finale en ce qui a trait aux droits exigés. Prière de se reporter au paragraphe d de l'article 4 de*

troisième estime que les frais d'accès devraient être modiques. Plusieurs autres intervenants sont toutefois d'avis qu'il ne faudrait pas fixer de plafond strict. Un intervenant souligne que l'adoption d'une démarche axée sur des principes serait préférable à l'établissement d'un plafond strict, et un autre indique que cette question sera réglée par la concurrence sur le marché. Un autre intervenant estime que les ACVM doivent adopter des procédures pour empêcher les marchés d'établir des barèmes de droits qui profitent de l'obligation de protection des ordres en payant d'importants crédits pour obtenir de la liquidité dans l'intention d'exiger des frais élevés pour les ordres acheminés en application de l'obligation de protection des ordres. Un autre intervenant propose aux ACVM de définir ce qui constituerait des frais abusifs justifiant un plafond explicite et de ne mettre en œuvre de modifications réglementaires que si elles disposent de preuves claires que ces abus sont réels ou imminents d'après les modifications tarifaires annoncées. Certains autres intervenants recommandent de tenir compte des droits exigés par les marchés pour établir le meilleurs cours ou les priorités d'acheminement. Plusieurs intervenants appuient le principe de frais non discriminatoires.	*l'avis pour de plus amples informations.*
Question 6 : Faut-il prévoir une interdiction de créer intentionnellement des « marchés figés »?	
Commentaires	***Réponses des ACVM***
La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question estiment qu'il faut prévoir une interdiction de créer intentionnellement des marchés figés. Un intervenant ajoute qu'il faudrait l'appliquer à tous les participants au marché, y compris les marchés, pour protéger l'intégrité et la fonction du marché dans son ensemble. Certains intervenants apportent leur appui en affirmant que l'interdiction de créer intentionnellement des marchés figés concorde avec la réglementation états-unienne et que le fait de créer délibérément des marchés figés pour générer des remises de frais est contraire à l'intérêt du marché dans son ensemble. Certains intervenants déclarent que le fait de	*Nous sommes d'accord avec la majorité des intervenants qui ont répondu à cette question et avons conservé à l'article 6.5 du Règlement 23-101 l'interdiction de passer intentionnellement un ordre pour figer le marché. Cet article vise les cas dans lesquels le participant au marché saisit un ordre pour figer ou croiser intentionnellement un marché ou l'ensemble du marché.* *Des indications ont été ajoutées à l'article 6.4 de l'Instruction générale 23-101 pour préciser les circonstances dans lesquelles on considère que le marché n'est pas figé ou croisé intentionnellement.*

figer les marchés intentionnellement peut constituer une pratique de négociation manipulatrice et trompeuse. Un autre intervenant applaudit la volonté de régler le problème des marchés figés mais estime que ce sont les organismes d'autoréglementation qui devraient être chargés de la réglementation et de son application sur ce point. Pour régler la question des marchés figé, on propose notamment d'obliger les marchés à déplacer les ordres des courtiers pour les apparier à ceux des investisseurs ou de déplacer l'ordre figeant le marché vers le marché qui a affiché l'ordre passif. D'autres intervenants ne sont pas en faveur de cette interdiction. Ils estiment que les marchés figés ne posent pas les mêmes problèmes réglementaires que les marchés croisés et que la seule objection réglementaire que l'on puisse faire au courtier qui fige le marché intentionnellement concerne la meilleure exécution, car le client a demandé l'exécution rapide de son ordre mais, au lieu de l'exécuter immédiatement, le courtier l'affiche sur un autre marché et accroît le risque que l'ordre ne soit pas exécuté au cours souhaité. Un intervenant fait également remarquer que, si le personnel des ACVM croit qu'interdire les marchés figés dans tous les cas améliorera la liquidité, on ne peut pas créer de liquidité en forçant les courtiers et leurs clients à exécuter des opérations. Il explique aussi que nombre de participants retiendront leurs offres en attendant que le marché s'éloigne pour pouvoir afficher leurs ordres sur des marchés moins chers.	

Résumé des commentaires sur le projet de modification du Règlement 21-101 et du Règlement 23-101

Liste des intervenants

1. Alpha ATS
2. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
3. BMO Nesbitt Burns Inc.
4. Bourse nationale canadienne
5. Canadian Security Traders Association Inc.
6. CanDeal
7. Chi-X Canada ATS Limited
8. Gestion de placements TD
9. Groupe TMX Inc.
10. ITG Investment Technology Group
11. Liquidnet Canada Inc.
12. Marchés mondiaux CIBC
13. Omega ATS
14. RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
15. RBC Gestion d'actifs Inc. et Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.
17. Simon Romano
17. TriAct Canada Marketplace
18. Valeurs mobilières TD Inc.

Annexe C

Rapport du Comité de mise en œuvre concernant les éventuelles modifications importantes du projet de régime de protection contre les transactions hors cours

Membres du Comité	Présidente, Belzberg	Chris Sparrow	Liquidnet
Judith Robertson			
Michael Brady,	Alpha	Mark Armstrong	Financière Banque Nationale
Randee Pavalow	Alpha	Nadyne McConkey	Financière Banque Nationale
AnneMarie Ryan	AMR Associates	Fera Jeraj	Financière Banque Nationale
Doug Clark	BMO Marchés des Capitaux	Al Kovacs	Financière Banque Nationale
James Ehrensperger	BMO Marchés des Capitaux	Michael Sheridan	Norstar Securities
Jenny Drake	CCL Group	Mario Josipovic	Omega
Tal Cohen	Chi-X	Greg King	Omega
Matthew Trudeau	Chi-X	Spencer MacCosham	Raymond James
Kevin McCoy	CIBC	Kelley Hoffer	RBC
Cindy Petlock	CNSX Markets	Greg Mills	RBC
Richard Carleton	CNSX Markets	Vanessa Gardiner	Scotia Capitaux
Sonny Lennon	CSTA	Peter Haynes	TD Newcrest
Martin Hakker	Fidessa	Ray Tucker	TD Newcrest
Iven Bryer	Fidessa	Deanna Dobrowsky	Groupe TMX
Steve Harvey	Fidessa	David Chmelnitsky	
Darren Sumarah	Goldman Sachs	Tim Thurman	
Shawna Katan	Valeurs mobilières Haywood		
Susan Copland	ACCVM		
Stephen Plut	ITS		
Torstein Braaten	ITG		
Jim Davies	IRESS		
Dave Mulder	IRESS		

Le Comité de mise en œuvre a cerné cinq sujets visés par le projet de régime où les modifications souhaitées pourraient revêtir un degré d'importance nécessitant une nouvelle publication (les « modifications importantes »). Nous avons mis sur pied un sous-comité afin d'aborder chacun de ces sujets. Tous les membres du Comité de mise en œuvre pouvaient participer aux sous-comités, lesquels se sont réunis au moins à deux reprises. Les résultats de leurs débats ont été présentés au moins à deux reprises au Comité de mise en œuvre au complet pour de plus amples discussions. Les résultats des délibérations des sous-comités sont joints à l'Annexe A.

Le présent rapport résume le débat de clôture du Comité de mise en œuvre concernant les cinq sujets entraînant d'éventuelles modifications importantes. Dans certains cas, nous avons été en mesure de formuler une ou plusieurs recommandations. Dans d'autres, il n'a pas été possible de parvenir à un consensus. Toutefois, même lorsque nous n'avons pas été en mesure de nous entendre sur les conclusions, nous étions d'accord sur la plupart des arguments avancés. Nous avons inclus ces renseignements afin d'éclairer la réflexion des autorités de réglementation et de leur donner des pistes en vue de poursuivre leurs investigations et leurs délibérations.

1. Dispositions anti-échappatoire
   - Recommandations
     i. Les dispositions anti-échappatoire du projet de régime et du projet de règle de l'OCRCVM devraient être harmonisées, ce qui garantirait que tous les participants au marché sont régis par le même ensemble de règles.
     ii. Le projet de régime devrait contenir des dispositions normatives, plutôt que de demeurer fondé sur des principes.

iii. Le projet de régime ne devrait pas restreindre les opérations transfrontalières normales ni entrer en conflit avec les décisions en matière de meilleure exécution. Il devrait être expressément limité aux opérations d'envergure organisées au préalable.

iv. Le régime des ACVM devrait renvoyer d'une manière au d'une autre à la règle de l'OCRCVM afin de garantir une harmonisation continue et de permettre de modifier plus rapidement les montants, par exemple, au besoin.

v. Le libellé proposé figure à l'Annexe B.

2. Exceptions

- Recommandations

i. Une exception supplémentaire devrait être envisagée afin de tenir compte des cas où une opération se négocie hors marché de façon manuelle. Elle reconnaîtrait que les parties à l'opération ont pu négocier le cours de sorte qu'il se situe dans la fourchette du meilleur cours acheteur et vendeur national au moment de l'opération mais que le marché peut avoir fluctué avant l'affichage de l'opération, ce qui crée l'apparence d'une transaction hors cours.

ii. L'exception devrait intégrer la notion de « rétrospective ». Les parties pourraient examiner rétrospectivement les cours jusqu'à 10 secondes avant la saisie de l'opération pour se conformer à l'interdiction de transactions hors cours.

iii. Les ACVM devraient envisager d'imposer d'autres restrictions à cette exception afin d'éviter les risques de manœuvres ou d'abus. De nombreux membres étaient préoccupés par la contradiction apparente que constitue la création d'une exception pour la négociation manuelle alors que l'objectif général de la surveillance réglementaire est de migrer vers des pistes de vérification électroniques et des opérations transparentes sur les marchés. Par exemple, le régime devrait clairement établir à quel moment l'horloge est déclenchée. Dans certains cas (par exemple, Liquidnet), l'heure de réalisation de l'opération est clairement enregistrée par un système électronique tandis que dans d'autres (par exemple, les négociations téléphoniques), l'heure de l'opération n'est pas consignée électroniquement. Une autre restriction à envisager porterait sur la taille de l'opération. Cette exception n'est pas nécessaire pour les opérations exécutées dans le cours normal des activités, et elle devrait être limitée aux cas exceptionnels tels que la négociation de blocs de titres.

iv. Il a été reconnu qu'il y aurait un besoin d'harmonisation avec le libellé des RUIM qui précise qu'une opération a lieu au moment où elle est saisie sur un marché.

v. Le Comité estimait que la règle américaine qui axe la fenêtre de la rétrospective sur le moment approximatif de la saisie de l'opération dans un système automatisé a du bon, mais les membres ne pouvaient s'entendre sur la nécessité de 20 secondes ni sur l'application de l'exception exclusivement à la négociation de blocs de titres par des mandataires. On a fait valoir l'argument que, sur le marché canadien, les capitaux des courtiers ont traditionnellement joué un rôle plus important qu'aux États-Unis et qu'il existe des cas où un ordre visant un bloc de titres se voit apparié à plusieurs petits ordres qui ne visent pas un bloc de titres.

vi. On s'attend à ce que d'autres exceptions ne voient le jour que lorsque les modalités de mise en œuvre seront mieux définies. Les ACVM devraient intégrer au régime un mécanisme simplifié pour l'adoption d'exceptions supplémentaires à l'avenir, au besoin. Il y a lieu d'observer qu'aux États-Unis, 17 exceptions supplémentaires ont été octroyées après l'adoption de la règle dans sa forme définitive.

3. Responsabilité des courtiers

- Recommandations

i. Le Comité estime qu'il existe des cas où un participant au marché préférerait ne pas utiliser les mécanismes d'acheminement d'un marché pour garantir la conformité au régime de protection contre les transactions hors cours. Par conséquent, le projet de régime devrait être modifié afin d'énoncer les obligations de façon plus précise lorsque les participants au marché choisissent d'assumer la responsabilité de la conformité au régime. Il importe d'observer que, même si le Comité a eu recours à l'expression « responsabilité des courtiers » pour résumer cette notion, la recommandation s'applique à l'ensemble des participants au marché, y compris aux personnes ayant droit d'accès.

ii. La raison principale est la reconnaissance du fait que certains participants au marché peuvent investir dans des techniques d'acheminement spécialisées pour accroître leur compétitivité. Ils souhaitent avoir la liberté d'utiliser ces techniques et de se passer du système d'acheminement du marché, à condition d'être en mesure de garantir la même norme de conformité.

iii. La solution proposée consiste à créer la désignation volontaire d'« ordre à exécuter et à inscrire immédiatement » (EII). Cette désignation signalerait au marché qu'il n'a pas à appliquer l'interdiction de transactions hors cours à l'ordre en question, mais qu'il devrait l'exécuter immédiatement, en inscrivant le reste, ou l'inscrire sans vérifier les cours sur d'autres marchés.

iv. Le Comité a confirmé que le courtier serait responsable du respect de l'interdiction de transactions hors cours si un client ayant un accès direct au marché choisissait la désignation d'ordre EII.

v. Une question qui a été soulevée par le Comité en vue d'un examen par les ACVM portait sur ce qu'un marché devrait faire si l'inscription du reste de l'ordre EII entraînait la création d'un marché croisé.

vi. Le sous-comité a rédigé un projet de libellé à intégrer dans le régime (voir l'Annexe C).

4. Profondeur du registre

- Recommandation – Le Comité recommande que les ACVM supervisent un examen indépendant des coûts et des avantages d'étendre la protection à la pleine profondeur du registre ou de la limiter à la tête du registre. Les membres du Comité sont disposés à prodiguer leur aide en fournissant des données ainsi que leur point de vue; toutefois, il faut reconnaître que la position de chaque membre quant aux coûts divergera, que les questions de concurrence auront une influence sur les réponses et que la formulation d'une position globale sort des attributions de ce Comité. Cependant, même si le Comité est favorable à ce que des recherches supplémentaires soient réalisées en vue d'encadrer les conclusions en matière de politique, il ne souhaite pas retarder ce processus déjà très long. Par conséquent, les ACVM ne devraient accepter cette recommandation que s'il est possible de réaliser des recherches complémentaires en temps opportun.

i. Les points de vue des membres du Comité étaient partagés sur la question de savoir si les ACVM devraient envisager de limiter les ordres protégés à la tête du registre. Même si plusieurs membres représentant des courtiers, des marchés et des fournisseurs de données étaient nettement en faveur d'étendre la protection à la pleine profondeur du registre, on reconnaît que les opinions semblent avoir évolué sur ce point chez les courtiers vers une préférence pour la tête du registre, comme en font foi les résultats du sondage de l'ACCVM. En outre, il est reconnu que le Comité ne dispose pas d'une pleine représentation d'investisseurs institutionnels, de petits investisseurs et de petits courtiers. Aucun appui n'a été donné à une norme comprenant un nombre arbitraire de niveaux.

ii. Les membres se sont entendus sur plusieurs éléments de décision; toutefois, ils en ont tirés des conclusions différentes en fonction des faits et de la pondération.

iii. Les membres du Comité ont convenu que la protection étendue à la profondeur du registre était plus complète et compatible sur le plan

théorique avec certains des objectifs des ACVM en matière de politique.

iv. Les membres du Comité s'accordaient à dire qu'une protection étendue à la pleine profondeur du registre était plus complexe et pourrait être plus coûteuse pour le secteur dans son ensemble. Le point de vue du Comité à l'égard des coûts est une perspective à l'échelle sectorielle et comprend les coûts de mise en œuvre du régime, qui varieront selon l'entité, ainsi que les coûts permanents découlant de la surveillance de la conformité au régime et de sa mise en application.

v. Les différences sur le plan des conclusions entouraient la question de savoir si le surcroît de protection offert par l'extension à la pleine profondeur du registre suffisait à justifier les coûts additionnels.

vi. Les avantages découlant de la pleine profondeur sont difficiles à quantifier mais une variation par rapport à cette norme représenterait un écart par rapport à la norme actuelle, ce qui pourrait donner l'impression d'une baisse de la protection des investisseurs.

vii. Les coûts additionnels découlant du choix de la pleine profondeur au lieu de la tête du registre sont aussi controversés et varient selon les participants et les marchés. On reconnaît que le régime actuel est un régime de pleine profondeur du registre même si cette norme n'est pas appliquée rigoureusement. Par conséquent, le coût de la mise en œuvre de la pleine profondeur du registre ou de la tête du registre dépendra, pour chaque partie (marché, fournisseur de données et participant) de ce qu'elle utilise actuellement et des modifications éventuelles du régime définitif par rapport au statu quo.

viii. Le Comité demande à ce que les ACVM facilitent la recherche qui pourrait permettre d'élargir le consensus sur ce sujet. Une analyse indépendante des coûts et des avantages, notamment des coûts permanents de la mise en application, des données et de l'incidence sur la structure du marché, serait très utile. Toutefois, le Comité ne souhaite pas que ces recherches supplémentaires retardent la mise en œuvre du régime. Nous énumérons ci-dessous certaines des questions à l'égard desquelles nous recommandons que soient réalisées des recherches supplémentaires :

i) Latence – Nous craignons que l'obligation d'épuiser la pleine profondeur du registre ne contribue à la latence associée à l'acheminement en raison de l'interdiction des transactions hors cours. Si le négociateur doit attendre que le marché le moins rapide réagisse à plusieurs reprises, il risque de laisser passer des ordres sur d'autres marchés. Quels assouplissements pourrait-on apporter pour garantir que le délai d'attente ne perturbe pas indûment la négociation (par exemple, auto-assistance, norme minimale de temps de réponse des marchés)?

ii) Mise en application – Les coûts associés à la protection de la pleine profondeur du registre augmentent si la norme de mise en application est plus rigoureuse. Ainsi, une mise en application de cette protection à chaque opération à un degré de tolérance zéro coûterait considérablement plus qu'une norme axée sur le « type de comportement ». Que nécessitera le modèle de mise en application pour garantir la conformité? Sera-t-il appliqué uniformément par les ACVM et l'OCRCVM?

iii) Tenue de dossiers et données – Quelles normes de tenue des dossiers, de piste de vérification et de stockage des données sont nécessaires pour assurer la protection contre les transactions hors cours et permettre de prouver le respect de l'interdiction sur demande? L'obligation de conserver des données à la pleine profondeur du registre pour tous les marchés uniquement pour garantir la conformité à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours coûte considérablement plus qu'un régime axé sur la tête du registre. L'agence de traitement de l'information fournira-t-elle suffisamment de données à un coût raisonnable pour permettre la conformité?

iv) Confiance des investisseurs / formation des cours – La majorité des systèmes d'acheminement actuels sont itératifs au Canada. Compte tenu du nombre croissant de fournisseurs de liquidité électronique, il se peut que la structure du marché soit en en train de changer. Vu les capacités et la vitesse des mécanismes d'acheminement des ordres, il se peut que l'aptitude du marché à se conformer à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours soit, dans les faits, limitée à la tête du registre. Les ordres réellement protégés peuvent être des ordres de fournisseurs de liquidité électronique ou des ordres cachés (iceberg) étant donné qu'ils peuvent renouveler la tête du registre plus rapidement qu'un mécanisme d'acheminement d'ordres itératif ne peut exécuter les ordres situés plus bas dans le registre. Si ce scénario constitue la norme, les ACVM jugeront-elles l'issue acceptable ou chercheront-elles à prévoir des mesures de mise en application ou d'autres mesures entraînant des coûts supplémentaires afin de garantir que les ordres qui se trouvent en deçà de la tête du registre sont réellement exécutés, par exemple, en exigeant des mécanismes d'acheminement par éparpillement?

v) Négociation de blocs de titres – Même les membres du Comité privilégiant la tête du registre convenaient, sans pour autant trouver un consensus, que la négociation d'un bloc de titres sous forme d'opération organisée au préalable et effectuée selon plusieurs cours devrait fournir une certaine liquidité pour les ordres qui se trouvent plus bas dans le registre, comme cela se fait actuellement. Il serait possible d'y parvenir au moyen d'une structure hybride (par exemple, tête du registre pour les opérations habituelles et pleine profondeur du registre pour les blocs de titres), de l'application uniforme des dispositions anti-échappatoire et d'une mise en application plus rigoureuse de l'obligation de meilleure exécution. Les ACVM jugeraient-elles qu'une structure hybride de la sorte apporte suffisamment d'avantages de la pleine profondeur du registre tout en coûtant moins cher au secteur?

vi) Meilleure exécution – Les membres qui privilégient la pleine profondeur du registre craignent que, si les ACVM adoptent une solution axée sur la tête du registre, il ne faille considérablement resserrer la mise en application de l'obligation de meilleure exécution. Un régime cohérent de mise en application de cette obligation et des dispositions anti-échappatoire atténuerait l'effet d'une moindre protection des ordres. Quels sont les projets des ACVM et de l'OCRCVM en ce qui a trait à la surveillance et à la mise en application de la meilleure exécution?

vii) Interaction avec les autres règles – Il se peut qu'une norme axée sur la profondeur du registre augmente la complexité et le coût de la conformité avec les autres règles relatives à la négociation. Par exemple, les coûts que les marchés, les fournisseurs de données et les participants ont récemment engagés afin de pouvoir utiliser la désignation d'ordre de contournement n'auraient pas dû l'être si la norme était la tête du registre. Existe-t-il d'autres domaines où nous pouvons nous attendre à une augmentation des coûts afin de permettre l'interaction du régime de protection contre les transactions hors cours avec d'autres règles?

5. Plafonnement des frais

- Recommandations

i. Les membres du Comité se sont accordés à dire qu'il est souhaitable de prévoir des plafonds de frais de négociation dans le projet de régime. Même si les marchés estimaient généralement que les forces concurrentielles suffisaient à établir les frais de négociation, ils ont pris acte de la préoccupation des participants au marché et étaient disposés à accepter une restriction raisonnable.

ii. Compte tenu des préoccupations formulées par les participants au marché, le Comité a convenu que le plafonnement proposé des frais correspondant à un échelon de cotation n'était pas le plus indiqué.

iii. Le Comité propose aux ACVM d'étudier l'adoption d'un modèle semblable au modèle américain, qui impute des frais fixes pour les actions qui se négocient à plus de 1 $ et un pourcentage du cours des actions pour les actions qui se négocient à moins de 1 $.

iv. Malgré certaines préoccupations concernant les frais d'accès, de données et d'acheminement, le Comité n'a pas jugé nécessaire d'imposer d'autres plafonds des frais pour l'instant.

Annexe A – Rapport du comité de mise en œuvre

Comité de mise en œuvre du régime de protection contre les transactions hors cours
Résumé des recommandations

SOUS-COMITÉ	MANDAT	RECOMMANDATIONS DU SOUS-COMITÉ	AUTRES OPINIONS	RECOMMANDATION FINALE DU COMITÉ DE MISE EN ŒUVRE
Dispositions anti-échappatoire	Déterminer si la disposition anti-échappatoire du projet de régime est adéquate ou si les obligations supplémentaires proposées par l'OCRCVM sont nécessaires.	1. Des projets de modifications des RUIM ont été présentés (onglet A en annexe). L'ajout de dispositions normatives aux textes sur les SNP au lieu d'un régime fondés sur des principes a été recommandé. Il faudrait préciser dans les règles que les autorités en valeurs mobilières ont des réserves au sujet des transactions de grande envergure organisées au préalable qui ont lieu dans d'autres territoires et non pas au sujet des petites opérations.	Autres opinions exprimées : - il vaudrait mieux utiliser une mesure relative parce que les montants en dollars devront être mis à jour à temps; - il faudrait ajouter aux RUIM une règle normative à laquelle les textes sur les SNP pourraient renvoyer. Cela permettrait de faire des mises à jours plus rapidement au besoin.	
Exceptions	Déterminer si le projet de régime comporte des lacunes qu'il faudrait combler au moyen d'exemptions supplémentaires.	1. Une rétrospective de 10 secondes pour les transactions organisées au préalable est recommandée. Elle permettrait aux marchés d'exécuter des transactions organisées au préalable hors de la fourchette du meilleur cours vendeur et acheteur national au moment de l'exécution pour autant que : a) le cours se situe dans la fourchette au moment où l'opération est conclue et b) l'opération est exécutée par un marché dans les 10 secondes suivant	Selon une opinion contraire, la première recommandation va à l'encontre des principes de la protection contre les transactions hors cours et aura une incidence négative sur la formation des cours.	

SOUS-COMITÉ	MANDAT	RECOMMANDATIONS DU SOUS-COMITÉ	AUTRES OPINIONS	RECOMMANDATION FINALE DU COMITÉ DE MISE EN ŒUVRE
		sa conclusion par les parties. 2. Les ACVM devraient pouvoir adopter des exceptions supplémentaires rapidement, sans organiser de longues périodes de consultation, en cas de besoin.		
Responsabilité des courtiers	Déterminer : - la portée de la responsabilité des courtiers d'empêcher les transactions hors cours lorsqu'ils utilisent un OBI ou invoquent une exception relative aux systèmes; - la portée de la responsabilité des marchés dans ces circonstances; - si les marchés devraient avoir la possibilité de se fier à un courtier (ou à un autre participant) pour assumer la responsabilité de la conformité au régime de protection contre les transactions hors cours.	1. Proposé un libellé modifié (voir onglet B en annexe) du projet de régime pour : - introduire un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » en vertu duquel le marché destinataire serait tenu d'exécuter l'ordre immédiatement en inscrivant le reste dans le registre et de ne pas appliquer ses politiques et procédures conçues pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours; - permettre l'utilisation des ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » avec les ordres de contournement et les ordres « exécuter sinon annuler », selon les objectifs de l'auteur de l'ordre; - obliger les marchés ou les participants au marché qui utilisent les ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » à se doter de politiques et procédures qui sont	Un libellé de rechange a été présenté (voir onglet C en annexe) qui ne modifie pas de façon importante le libellé recommandé mais précise qu'après avoir donné un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement », il faut acheminer un ou plusieurs autres ordres d'un volume suffisant à des marchés protégés affichant un meilleur cours que celui de l'ordre « exécuter ou inscrire immédiatement ».	

2

SOUS-COMITÉ	MANDAT	RECOMMANDATIONS DU SOUS-COMITÉ	AUTRES OPINIONS	RECOMMANDATION FINALE DU COMITÉ DE MISE EN ŒUVRE
		conçues pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours et prévoient l'utilisation de ces ordres.		
Profondeur du registre	Examiner la proposition de conserver une obligation de protection de la pleine profondeur du registre ou déterminer s'il existe des raisons d'imposer la protection à une moins grande profondeur (tête du registre ou niveaux multiples).	1. A proposé de maintenir la pleine profondeur du registre pour les raisons suivantes : - il s'agit de la meilleure façon de préserver la confiance des investisseurs et d'inciter à contribuer au processus de formation des cours; - les considérations techniques devraient servir le marché et ses obligations réglementaires; - les systèmes intelligents d'acheminement des ordres actuellement en service protègent la pleine profondeur du registre; - la comparaison avec l'obligation états-unienne de protéger la tête du registre n'est pas valide, étant donné le nombre considérablement plus élevé de marchés et la liquidité supérieure aux États-Unis.	D'autres estiment que la protection de la tête du registre est préférable pour les raisons suivantes : - la plupart des systèmes intelligents d'acheminement des ordres ont un mode de fonctionnement itératif et axé sur la tête du registre; - cette protection offre une manière plus pratique de réglementer les transactions hors cours; - la confiance des investisseurs n'a souffert ni aux États-Unis ni en Europe; - les ordres négociables épuisent généralement deux ou trois cours, ce qui rend la protection de la pleine profondeur du registre inutilement onéreuse, étant donné la protection marginale qu'elle offrirait par rapport à la protection de la tête du registre; - il importe de tenir compte des limites et des coûts des systèmes; - la latence de certains marchés et les situations de concurrence (*race conditions*) pourraient entraîner des transactions hors cours dans un	

3

SOUS-COMITÉ	MANDAT	RECOMMANDATIONS DU SOUS-COMITÉ	AUTRES OPINIONS	RECOMMANDATION FINALE DU COMITÉ DE MISE EN ŒUVRE
			régime de pleine profondeur du registre.	
Plafonnement des frais	Déterminer si le projet de plafonnement des frais prévu par les modifications des ACVM était approprié et, sinon, établir s'il existe des solutions de rechange.	Le sous-comité n'a pas pu s'entendre sur une recommandation.	Certains membres du sous-comité ont recommandé ce qui suit : - le plafond proposé pour les actions devrait être moins de la moitié d'un échelon de cotation; - il faudrait utiliser un modèle fondé sur les prix nets; - il faudrait plafonner les frais pour les actions dont le cours est inférieur à 1 $ selon un pourcentage du cours.	

4

Annexe B – Rapport du Comité de mise en oeuvre

Comité sur les dispositions anti-échappatoires – Propositions de modifications de la disposition anti-évitement des RUIM

3) La dispense prévue au sous-alinéa d) de l'alinéa (2) n'est pas ouverte si l'ordre à exécuter sur le marché organisé réglementé étranger éviterait l'exécution contre un ordre doté d'un meilleur cours sur un marché conformément à la partie 6 des règles de négociation s'il avait été saisi sur un marché au lieu du marché organisé réglementé étranger pour un compte canadien en fonds canadiens, dans les cas suivants :

a) il fait partie d'une application intentionnelle;

b) il fait partie d'une transaction organisée au préalable;

c) il vise plus de 50 unités de négociation standard;

d) il a une valeur d'au moins 250 000 $.

Annexe C – Rapport du Comité de mise en œuvre

Page 5 iv) Ordres visibles

Le régime de protection contre les transactions hors cours ne s'appliquerait qu'aux ordres ou tranches d'ordres visibles. En d'autres termes, il faudrait que les ordres soient affichés par le marché et que l'information les concernant ait été fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information.

En outre, les ordres cachés ou les tranches d'ordres iceberg qui ne sont pas visibles ne seraient pas protégés. Actuellement, les tranches non divulguées d'un registre par ailleurs transparent sont évitées au moyen de l'identificateur de contournement introduit par l'OCRCVM. Cet identificateur indique au marché que l'ordre acheminé ne devrait pas être exécuté contre des ordres cachés.

Page 5 b) Transactions hors cours « autorisées »

L'objectif général de la protection contre les transactions hors cours est de promouvoir la confiance dans le marché et l'équité d'un marché où les tranches visibles des ordres à cours limité dotés d'un meilleur cours ont préséance sur les ordres dotés de cours inférieurs. Il faut toutefois reconnaître que les questions de prévention de toutes les transactions hors cours dans un contexte de multiplicité des marchés ont grandement gagné en complexité, notamment en raison de l'apparition de nouveaux types d'ordres et de l'évolution de la structure du marché au Canada.

En conséquence, nous proposons d'autoriser dans certains cas les transactions hors cours qui se produisent. Ces transactions hors cours « autorisées », ou « exceptions », ont pour objectif premier d'établir une protection intermarchés effective contre les transactions hors cours tout en permettant l'utilisation de stratégies de négociation et de types d'ordres utiles pour les investisseurs. Elles visent à promouvoir l'équité, l'innovation et la concurrence.

Tous les participants au marché ont envers celui-ci une obligation de protection contre les transactions hors cours. Il importe que les participants au marché se dotent de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours et qu'ils conservent de l'information permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de l'article 6.1 du Règlement 23-101. Bien que nous imposions aux marchés l'obligation de se doter de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours, dans certains cas, ils ne contreviendraient pas à cette obligation en contournant des ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur d'autres marchés. Ce serait notamment le cas du marché qui exécute un ordre d'un participant au marché ou d'un autre marché l'avisant qu'il doit uniquement l'exécuter et (ou) l'inscrire. En donnant un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement », l'auteur de l'ordre accepte l'obligation de se conformer à l'interdiction de transactions hors cours.

Page 6 Question 2 : Quel délai devrait être considéré comme une réponse « immédiate » du marché qui reçoit un ordre?

ii) Ordre « exécuter ou inscrire immédiatement »

Nous proposons une exception à l'obligation pour les marchés d'utiliser leurs politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours afin qu'il soit permis de recourir à des ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » (EII). L'ordre portant cet identificateur informe le marché destinataire qu'il peut l'exécuter en inscrivant la tranche restante dans le registre ou l'inscrire, selon le cas, sans attendre et sans tenir compte des ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur un autre marché. Dans ces situations, le marché destinataire ne serait pas obligé d'appliquer ses politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours, ce qui lui permettrait notamment d'acheminer l'ordre, d'en modifier le cours ou de le rejeter. Tout ordre peut être désigné comme « exécuter ou inscrire immédiatement » par un marché ou un participant au marché. Le concept prévoit que plusieurs ordres EII peuvent être acheminés simultanément pour

exécution contre des ordres protégés sur plusieurs marchés. En outre, les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul EII pour exécution contre la meilleure offre d'achat ou de vente protégée. Utilisé avec les identificateurs de contournement et « exécuter sinon annuler », l'ordre EII permettrait aux participants d'exécuter des ordres portant sur de grands blocs, à condition d'acheminer simultanément un ou plusieurs EII pour exécution contre tous les ordres protégés dotés d'un meilleur cours, ce qui faciliterait le respect de l'interdiction de transactions hors cours. L'ordre EII peut être utilisé avec les identificateurs de contournement et « exécuter sinon annuler », selon les objectifs de son auteur.

Page 264 – **Article 1.1 Définition** – « Ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » ou EII » : tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui, lorsqu'un ou plusieurs autres ordres d'un volume suffisant sont acheminés en même temps que lui à un marché pour être exécutés contre le volume affiché de tout autre ordre protégé doté d'un meilleur cours sur ce marché que l'ordre visé au paragraphe *a*, remplit les conditions suivantes, pourvu que le participant au marché qui l'a donné soit doté de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours et prévoient l'utilisation de cet ordre :

a) il est saisi sur un marché ou acheminé à un marché pour exécution immédiate, la tranche restante étant inscrite dans le registre, ou pour inscription immédiate dans le registre;

b) il est désigné comme ordre « exécuter ou inscrire immédiatement ».

page 266 6.3 Obligations relatives aux ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » – Le marché ou le participant au marché responsable de l'acheminement d'un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » doit s'assurer qu'il est doté de politiques et procédures appropriées qui empêchent raisonnablement les transactions lorsqu'il se sert de ce type d'ordre.

Page 268, 2.4 Définition d'ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » – L'ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » informe le marché destinataire qu'il peut être immédiatement exécuté ou inscrit au registre comme ordre passif sans tenir compte des ordres dotés d'un meilleur cours affichés par d'autres marchés. Les marchés et participants au marché s'en servent pour aviser le marché destinataire qu'il devrait l'exécuter ou l'inscrire immédiatement sans appliquer ses politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours.

Page 270, (3) Dans certains cas, notamment en prévision de l'utilisation d'un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement », le participant au marché devrait se doter de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours et consigner les renseignements pertinents pour faire le suivi des décisions d'acheminement. Par exemple, s'il passe régulièrement des ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » ou dispose d'une procédure d'acheminement des ordres en cas de panne des systèmes d'un marché, il devrait se doter de politiques et procédures qui indiquent le moment opportun pour utiliser ce type d'ordre ou décrivent les options d'acheminement, ainsi que des politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours en cas d'utilisation d'un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement ». Si le participant au marché passe régulièrement des ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » ou envoie un ordre à un marché qui rencontre des problèmes techniques, il devrait aussi consigner l'information pertinente pour que les autorités en valeurs mobilières puissent évaluer adéquatement la conformité à la partie 6 du règlement.

Page 271 (b) Le paragraphe *b* de l'article 6.2 du règlement prévoit que le marché exécute ou inscrit immédiatement tout ordre identifié comme « exécuter ou inscrire immédiatement ». Il n'a pas à en retarder l'exécution ni à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours.

Annexe D

Résumé des réponses aux questions des ACVM concernant les coûts d'une obligation de protection contre les transactions hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre ou limitée la tête du registre

À noter que le présent résumé ne comporte pas la liste des intervenants en raison de l'information commerciale sensible qui était demandée dans certaines des questions ci-dessous.

Marchés

Nous avons reçu des réponses aux questions ci-dessous de la part de quatre marchés.

Questions	**Résumé des réponses**
1. Comment comptez-vous mettre en œuvre vos politiques et procédures pour vous conformer au projet de régime de protection contre les transactions hors cours? Quelle serait l'incidence d'une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre sur cette stratégie? Quelle serait l'incidence d'une interdiction de transaction hors cours limitée à la tête du registre?	*Les stratégies suivantes ont notamment été signalées : i) un service intelligent d'acheminement des ordres fonctionnant selon une interdiction s'étendant à la pleine profondeur; ii) une stratégie de rejet et de modification du cours qui utilise la meilleure offre d'achat ou de vente canadienne (« Canadian best bid/best offer » ou « CBBO »); et iii) l'acceptation uniquement des ordres ou des méthodes (par exemple, les ordres à traitement imposé) qui ne contreviennent pas aux obligations. Les deux premières méthodes ne seraient pas touchées par la mise en œuvre d'une interdiction limitée à la tête du registre ou s'étendant à la pleine profondeur.* *Un marché affirme qu'une interdiction s'étendant à la pleine profondeur exigerait d'obtenir et de consigner des données sur la pleine profondeur du registre de tous les marchés sur tous les titres, ce qui aurait une incidence notable en matière de coût.*
2. Votre marché offre-t-il actuellement des capacités d'acheminement aux participants? Dans l'affirmative, le mécanisme d'acheminement est-il conçu pour fournir des services intelligents d'acheminement des ordres ou simplement pour éviter les transactions hors cours? Dans le premier cas, combien de cours le mécanisme évalue-t-il pour prendre les décisions d'acheminement?	*La plupart des marchés qui ont répondu offrent des capacités d'acheminement à leurs participants. Dans la plupart des cas, le mécanisme d'acheminement n'est conçu que pour éviter les transactions hors cours. Un des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres consolide les données à la pleine profondeur du registre.*
3. Veuillez fournir des estimations de l'augmentation de la latence due à l'évaluation, par le mécanisme d'acheminement, de plusieurs offres d'achat ou de vente à la fois lors de la prise de décision d'acheminement, y compris les points de mesure.	*La majorité des intervenants indiquent que l'évaluation, par le mécanisme d'acheminement, de plusieurs offres d'achat ou de vente à la fois lors de la prise de décision d'acheminement n'augmente pas le temps de latence. Un marché déclare qu'il y aurait une augmentation du délai de traitement selon le nombre de cours pris en considération.*

4. Si le mécanisme d'acheminement respecte l'obligation actuelle d'exécution au meilleur cours à la profondeur du registre, l'adoption d'une norme limitée à la tête du registre entraînerait-elle des coûts ou des économies (en ce qui concerne le matériel ou l'exploitation)? Ce changement entraînerait-il des modifications du mécanisme d'acheminement (développement d'un nouveau logiciel)?	*La majorité des marchés qui ont répondu estiment qu'ils n'auraient pas à engager de coûts supplémentaires pour mettre en œuvre une norme limitée à la tête du registre.* *Un marché affirme que les développeurs des techniques d'acheminement et de gestion de l'exécution des ordres et des systèmes logiciels de tenue de marché utilisés par les fournisseurs de liquidité électroniques devraient effectuer d'importants investissements si la norme de la tête du registre était adoptée.*
5. Si votre marché n'a pas de mécanisme d'acheminement ou si celui-ci n'évalue que les données de la tête du registre, veuillez fournir des estimations de l'augmentation des coûts due au développement et à la mise en œuvre d'un mécanisme d'acheminement tenant compte de la pleine profondeur du registre par rapport à un mécanisme ne tenant compte que de la tête du registre.	*Un intervenant note qu'une solution ne nécessitant que l'utilisation de la CBBO permettrait de se conformer tant avec une interdiction limitée à la tête du registre qu'avec une interdiction s'étendant à la pleine profondeur.*
6. Si vous comptez utiliser des ordres de balayage intermarchés (OBI) ou « exécuter ou inscrire immédiatement » (EII), comment vous conformerez-vous à une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre? L'imposition d'une interdiction limitée à la tête du registre changerait-elle votre réponse?	*La plupart des marchés indiquent qu'ils sont en train d'établir leur politique en ce qui concerne les OBI et les EII.*

Coutiers et participants au marché

Nous avons reçu des réponses aux questions ci-dessous de la part de huit courtiers ou participants au marché.

Questions	**Résumé des réponses**
1. Si vous comptez utiliser l'identificateur OBI/EII, comment mettrez-vous en œuvre vos politiques et procédures pour vous conformer à une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre? L'imposition d'une interdiction limitée à la tête du registre changerait-elle votre réponse?	*Un intervenant estime qu'il n'y aurait aucun changement dans la façon dont il se conforme à l'interdiction. Un autre indique que le mécanisme d'acheminement utilisé actuellement balaie les données de la tête du registre et peut recevoir des mises à jour pour évaluer le meilleur cours.* *Un intervenant indique que la preuve de la conformité à une interdiction s'étendant à la pleine profondeur nécessiterait d'augmenter les ressources pour examiner les opérations en temps réel, ce qui accroîtrait la surveillance et les tests des systèmes, les politiques, les procédures et la tenue de dossiers pour surveiller les marchés.* *Un intervenant déclare que si un ordre est acheminé par « éparpillement », il faudra tenir compte chaque fois des cours à la pleine*

	profondeur du registre.
2. Quels seraient les coûts supplémentaires de la mise en œuvre d'une interdiction de transaction hors cours limitée à la tête du registre par rapport à votre obligation actuelle de meilleure exécution? Veuillez tenir compte du coût de développement et de mise en œuvre d'une solution plutôt que du coût de stockage des données nécessaires pour prouver la conformité à l'interdiction ou du coût de connexion ou d'accès aux marchés.	*La plupart des intervenants qui ont répondu à cette question ne croient pas que les coûts supplémentaires seront élevés.* *Un intervenant n'est pas certain des coûts supplémentaires mais s'attend à ce qu'ils soient beaucoup plus élevés.* *Un autre intervenant s'attend à avoir besoin de nouveaux logiciels, matériel et lignes de télécommunication.*
3. Quels seraient les coûts supplémentaires de la mise en œuvre d'une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre par rapport à votre obligation actuelle de meilleure exécution? Veuillez tenir compte du coût de développement et de mise en œuvre d'une solution plutôt que du coût de stockage des données nécessaires pour prouver la conformité à l'interdiction ou du coût de connexion ou d'accès aux marchés.	*Un intervenant note que les coûts liés à une interdiction de transaction hors cours limitée à la tête du registre ou à une interdiction s'étendant à la pleine profondeur du registre sont approximativement les mêmes si l'on exclut les coûts de la conformité, de la surveillance et de l'augmentation de la latence. Il indique que le coût lié à l'augmentation de la latence due à une interdiction s'étendant à la pleine profondeur dépasserait les coûts liés à la technologie.* *Un intervenant affirme qu'une interdiction s'étendant à la pleine profondeur du registre pourrait entraîner des situations dans lesquelles l'ordre d'un client serait finalement exécuté à un prix plus élevé que prévu. Il fait également remarquer qu'une interdiction à la pleine profondeur entraînerait un désavantage concurrentiel parce que les marchés états-uniens n'exigent que la protection de la tête du registre.* *Un autre intervenant indique que le seul autre coût lié à une interdiction s'étendant à la pleine profondeur du registre découlerait de l'acquisition d'un système de surveillance de la conformité indépendant du mécanisme d'acheminement utilisé.* *Un intervenant n'est pas certain des conséquences en matière de coûts mais s'attend à ce que ceux-ci soient beaucoup plus élevés.* *Un autre intervenant s'attend à ce que les coûts soient légèrement plus élevés.*
4. Combien de cours inscrits dans votre registre sont-ils épuisés et évalués par vos systèmes pour prouver la conformité à l'obligation de meilleure exécution en vigueur?	*La plupart des intervenants indique que les données sont épuisées à la pleine profondeur du registre.*
5. Étant donné que l'obligation de meilleure exécution en vigueur s'applique à tous les cours, quels coûts ou économies supplémentaires	*Les réponses indiquent que des économies seraient réalisées du fait que les modifications des systèmes seraient marginales pour garantir la conformité.*

l'adoption d'une norme limitée à la tête du registre entraînerait-elle?	*Les intervenants expliquent aussi qu'ils feraient des économies dans les domaines des listes de données consolidées, du stockage des données, de la surveillance, de la déclaration des anomalies et du personnel. Deux intervenants évoquent également le coût de la latence. L'un d'eux est d'avis que les économies les plus importantes concernent davantage la latence que les finances.*
6. Utilisez-vous actuellement un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres? Est-il fourni par un fournisseur tiers ou est-il en propriété exclusive? Utilisez-vous plusieurs mécanismes d'acheminement (différents pupitres utilisant différents mécanismes d'acheminement?) Dans quels domaines? Quelle proportion de votre flux d'ordres est-elle acheminée par un mécanisme d'acheminement?	*La grande majorité des intervenants utilisent des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres. La plupart utilisent un mécanisme fourni par un tiers et plus d'un mécanisme. La majorité des intervenants indiquent qu'ils envoient la plupart de leur flux d'ordres par l'entremise d'un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres.*

Fournisseurs

Nous avons reçu des réponses aux questions ci-dessous de trois fournisseurs.

Questions	**Résumé des réponses**
1. Veuillez indiquer si votre produit d'acheminement est un mécanisme d'acheminement itératif ou par éparpillement.	*Tous les intervenants fournissent actuellement un mécanisme d'acheminement itératif.*
2. Combien de cours inscrits sur le registre le mécanisme d'acheminement épuise-t-il et évalue-t-il actuellement pour prendre des décisions d'acheminement?	*La majorité des intervenants indiquent que le mécanisme d'acheminement itératif prend des décisions en fonction des données de la tête du registre mais qu'il continue à envoyer des ordres jusqu'à ce que la profondeur du registre soit épuisée.*
3. Combien de cours sont considérés comme nécessaires pour que le mécanisme d'acheminement soit en mesure d'aider son utilisateur à obtenir la meilleure exécution?	*Tous les intervenants indiquent que les données de la tête du registre sont nécessaires pour que le mécanisme d'acheminement soit en mesure d'aider son utilisateur à obtenir la meilleure exécution.*
4. Quels coûts supplémentaires le développement et l'exploitation d'un mécanisme d'acheminement à la pleine profondeur du registre entraînent-il par rapport à l'obligation de meilleure exécution en vigueur?	*La majorité des intervenants déclarent qu'il n'y aurait pas de coûts supplémentaires. Un intervenant indique que s'il faut concevoir un algorithme plus compliqué pour tenir compte de la pleine profondeur du registre sur tous les marchés avant d'envoyer des ordres, sa conception, son développement et sa mise en œuvre entraîneraient des coûts.*
5. Veuillez indiquer les coûts supplémentaires découlant de l'adoption d'un norme réglementaire limitée à la tête du registre.	*La majorité des intervenants déclarent qu'il n'y aurait pas de coûts supplémentaires. L'un d'eux indique cependant qu'il aurait à bâtir la capacité*

	de retirer des ordres parce que le nombre de marchés figés et croisés augmenterait sous un régime de tête du registre.
6. Quelles économies ce changement permettrait-il de réaliser?	*La majorité des intervenants indiquent que les d'économies seraient nulles ou négligeables. L'un d'eux prédit que ses coûts augmenteront.*
7. Veuillez fournir des estimations de l'augmentation de la latence liée à l'évaluation de la pleine profondeur du registre pour prendre des décisions d'acheminement.	*La majorité des intervenants déclarent que l'évaluation de la pleine profondeur n'entraînerait aucune augmentation de la latence.* *Un intervenant indique qu'il y aurait augmentation de la latence en raison de l'augmentation du volume de données à traiter.*
8. Question facultative – Veuillez fournir une estimation du nombre de participants et (ou) du volume d'ordres acheminés par votre mécanisme d'acheminement aux marchés canadiens.	*Les fournisseurs qui ont répondu à cette question fournissent des services à un grand nombre de courtiers (dont toutes les grandes banques canadiennes) et acheminent un fort volume du flux d'ordres au Canada.*

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 8°, 32° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché est modifié :

1° par la suppression de la définition de « ACCOVAM »;

2° par le remplacement du paragraphe *b* de la définition de « bourse reconnue » par le suivant :

« *b)* au Québec, une bourse reconnue à titre de bourse ou d'organisme d'autoréglementation par l'autorité en valeurs mobilières en vertu de la législation en valeurs mobilières ou de la législation sur les dérivés; »;

3° par le remplacement de la définition de « intermédiaire entre courtiers sur obligations » par la suivante :

« « intermédiaire entre courtiers sur obligations » : une personne autorisée par l'OCRCVM selon la Règle 36, Courtage sur le marché obligataire entre courtiers, modifiée, et régie par la Règle 36 et la Règle 2100, Systèmes de courtage sur le marché obligataire entre courtiers, modifiée, de l'OCRCVM; »;

4° par l'insertion, après la définition de « membre », de la suivante :

« « OCRCVM » : l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières; »;

5° par le remplacement de la définition de « système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations » par la suivante :

« « système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations » : les systèmes suivants :

a) dans les territoires autres que la Colombie-Britannique et le Québec, un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu par l'autorité en valeurs mobilières, en vertu de la législation en valeurs mobilières, pour exercer l'activité de système de cotation et de déclaration d'opérations;

b) en Colombie-Britannique, un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu par l'autorité en valeurs mobilières, en vertu de la législation en valeurs mobilières, pour exercer l'activité de système de cotation et de déclaration d'opérations ou de bourse;

c) au Québec, un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu par l'autorité en valeurs mobilières, en vertu de la législation en valeurs mobilières ou de la législation sur les dérivés, à titre de bourse ou d'organisme d'autoréglementation; ».

2. L'article 1.4 de ce règlement est modifié par l'addition, après le paragraphe 2, du suivant :

« 3) Au Québec, est assimilé à un « titre », lorsqu'il est employé dans le présent règlement, tout dérivé standardisé au sens de la Loi sur les instruments dérivés (L.R.Q., c. I-14.01). ».

3. L'intitulé de la partie 10 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« **PARTIE 10 LES FRAIS DE NÉGOCIATION EXIGÉS PAR LE MARCHÉ** ».

4. Ce règlement est modifié par l'addition, après l'article 10.2, du suivant :

« **10.3. Conditions discriminatoires**

Le marché ne peut, relativement à l'exécution des ordres, imposer de conditions entraînant une discrimination entre les ordres qui lui sont acheminés et ceux qui sont saisis sur celui-ci. ».

5. L'article 11.5 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« **11.5. La synchronisation des horloges**

1) Le marché sur lequel se négocient des titres cotés ou des titres cotés à l'étranger, l'agence de traitement de l'information qui reçoit de l'information à leur sujet et le courtier qui les négocie synchronisent les horloges utilisées pour enregistrer ou contrôler l'heure et la date de tout événement qui doit être enregistré conformément à la présente partie et au Règlement 23-101 sur les règles de négociation avec l'horloge d'un fournisseur de services de réglementation surveillant les activités des marchés et des participants au marché négociant ces titres.

2) Le marché sur lequel se négocient des titres d'emprunt privés ou publics, l'agence de traitement de l'information qui reçoit de l'information à leur sujet ainsi que le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations qui les négocient synchronisent les horloges utilisées pour enregistrer ou contrôler l'heure et la date de tout événement qui doit être enregistré conformément à la présente partie et au Règlement 23-101 sur les règles de négociation avec l'horloge d'un fournisseur de services de réglementation surveillant les activités des marchés, des courtiers et des intermédiaires entre courtiers sur obligations négociant ces titres. ».

6. Les articles 12.1 à 12.3 de ce règlement sont remplacés par les suivants :

« **12.1. Les obligations relatives aux systèmes**

Le marché a, pour chacun de ses systèmes servant à la saisie, à l'acheminement et à l'exécution des ordres, à la déclaration, à la comparaison et à la compensation des opérations, aux listes de données et à la surveillance des marchés, les obligations suivantes :

a) élaborer et maintenir les éléments suivants :

i) des plans raisonnables de continuité des activités et de reprise après sinistre;

ii) un système adéquat de contrôle interne de ces systèmes;

iii) des contrôles généraux adéquats en matière de technologie de l'information, notamment en ce qui concerne le fonctionnement des systèmes d'information, la sécurité de l'information, la gestion des changements, la gestion des problèmes, le soutien du réseau et le soutien du logiciel d'exploitation;

b) conformément à la pratique commerciale prudente, prendre les mesures suivantes à une fréquence raisonnable et au moins une fois par année :

i) effectuer des estimations raisonnables de la capacité actuelle et future;

ii) soumettre les systèmes à des tests avec charge élevée pour déterminer leur capacité de traiter les opérations de manière exacte, rapide et efficace;

iii) tester ses plans de continuité des activités et de reprise après sinistre;

c) aviser rapidement l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières et, le cas échéant, son fournisseur de services de réglementation de toute panne importante ou de tout retard ou défaut de fonctionnement importants touchant les systèmes.

12.2. L'examen des systèmes

1) Le marché engage chaque année une partie compétente pour effectuer un examen indépendant de chacun de ses systèmes servant à la saisie, à l'acheminement et à l'exécution des ordres, à la déclaration, à la comparaison et à la compensation des opérations, aux listes de données et à la surveillance des marchés et pour établir un rapport selon les normes de vérification établies afin de garantir sa conformité au paragraphe *a* de l'article 12.1.

2) Le marché présente le rapport visé au paragraphe 1 aux destinataires suivants :

a) son conseil d'administration ou son comité de vérification, rapidement après l'établissement du rapport;

b) l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières, dans un délai de 30 jours suivant la présentation du rapport au conseil d'administration ou au comité de vérification.

12.3. Publication des prescriptions techniques et accès aux installations d'essais

1) Le marché rend publique la version finale de toutes les prescriptions techniques relatives à l'interfaçage avec ses systèmes ou à l'accès à ceux-ci dans les délais suivants :

a) s'il n'est pas encore en activité, pendant au moins trois mois avant sa mise en activité;

b) s'il est déjà en activité, pendant au moins trois mois avant de mettre en œuvre une modification importante de ses prescriptions techniques.

2) Après s'être conformé au paragraphe 1, le marché permet l'accès à des installations d'essais concernant l'interfaçage avec ses systèmes et l'accès à ceux-ci dans les délais suivants :

a) s'il n'est pas encore en activité, pendant au moins deux mois avant sa mise en activité;

b) s'il est déjà en activité, pendant au moins deux mois avant de mettre en œuvre une modification importante de ses prescriptions techniques.

3) Le marché ne peut entrer en activité avant de s'être conformé au sous-paragraphe *a* des paragraphes 1 et 2.

4) Le sous-paragraphe *b* des paragraphes 1 et 2 ne s'applique pas au marché qui doit apporter immédiatement la modification afin de remédier à une panne, à un défaut de fonctionnement ou à un retard important touchant ses systèmes ou son matériel, lorsque les

conditions suivantes sont réunies :

a) le marché avise immédiatement l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières et, le cas échéant, son fournisseur de services de réglementation de son intention d'apporter la modification;

b) le marché publie dès que possible les prescriptions techniques modifiées. ».

7. L'article 14.5 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« **14.5. Les obligations relatives aux systèmes**

L'agence de traitement de l'information a les obligations suivantes :

a) élaborer et maintenir les éléments suivants :

i) des plans raisonnables de continuité des activités et de reprise après sinistre;

ii) un système adéquat de contrôles internes sur ses systèmes essentiels;

iii) des contrôles généraux adéquats en matière de technologie de l'information, notamment en ce qui concerne le fonctionnement des systèmes d'information, la sécurité de l'information, la gestion des changements, la gestion des problèmes, le soutien du réseau et le soutien du logiciel d'exploitation;

b) conformément à la pratique commerciale prudente, prendre les mesures suivantes à une fréquence raisonnable et au moins une fois par année :

i) effectuer des estimations raisonnables de la capacité actuelle et future de chacun de ses systèmes;

ii) soumettre ses systèmes essentiels à des tests avec charge élevée pour déterminer leur capacité de traiter l'information de manière exacte, rapide et efficace;

iii) tester ses plans de continuité des activités et de reprise après sinistre;

c) engager chaque année une partie compétente pour effectuer un examen indépendant des systèmes et pour établir un rapport selon les normes de vérification établies afin de garantir sa conformité au paragraphe *a*;

d) présenter le rapport visé au paragraphe *c* aux destinataires suivants :

i) son conseil d'administration ou son comité de vérification, rapidement après l'établissement du rapport;

ii) l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières, dans un délai de 30 jours suivant la présentation du rapport au conseil d'administration ou au comité de vérification;

e) aviser rapidement les parties suivantes de toute panne, de tout défaut de fonctionnement ou de tout retard important touchant ses systèmes ou son matériel :

i) l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières;

ii) tout fournisseur de services de réglementation, toute bourse reconnue ou tout système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations surveillant la négociation des titres sur lesquels de l'information est fournie à l'agence de traitement de l'information. ».

8. Le présent règlement entre en vigueur le 28 janvier 2010.

5

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

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 8°, 9.1°, 32° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 23-101 sur les règles de négociation est modifié :

1° par l'insertion, après le paragraphe introductif, de la définition suivante :

« « fonctionnalité automatisée » : la capacité de faire ce qui suit :

a) permettre immédiatement que tout ordre entrant qui a été saisi sur le marché électroniquement porte la désignation « exécuter sinon annuler »;

b) exécuter immédiatement et automatiquement tout ordre désigné comme « exécuter sinon annuler » contre le volume affiché;

c) annuler immédiatement et automatiquement la tranche non exécutée de tout ordre désigné comme « exécuter sinon annuler » sans l'acheminer ailleurs;

d) transmettre immédiatement et automatiquement une réponse à l'auteur de tout ordre désigné comme « exécuter sinon annuler » en indiquant la mesure prise à l'égard de l'ordre;

e) afficher immédiatement et automatiquement toute information qui met à jour les ordres affichés sur le marché pour montrer toute modification de leurs conditions importantes; »;

2° par l'insertion, après la définition de « meilleure exécution », des suivantes :

« « offre d'achat protégée » : toute offre d'achat d'un titre coté, à l'exception d'une option, qui remplit les conditions suivantes :

a) elle est affichée sur un marché fournissant la fonctionnalité automatisée;

b) de l'information la concernant doit être fournie conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, adopté par la Commission des valeurs mobilières du Québec en vertu de la décision n° 2001-C-0409 du 28 août 2001, à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation;

« offre de vente protégée » : toute offre de vente d'un titre coté, à l'exception d'une option, qui remplit les conditions suivantes :

a) elle est affichée sur un marché fournissant la fonctionnalité automatisée;

b) de l'information la concernant doit être fournie conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation;

« ordre à cours calculé » : tout ordre, saisi sur un marché, d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'une option, dont le cours remplit les conditions suivantes :

a) il n'est pas connu au moment de la saisie de l'ordre;

b) il n'est pas fondé, directement ou indirectement, sur le cours d'un titre coté au moment où l'engagement d'exécuter l'ordre a été pris;

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

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

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

ii) il est immédiatement inscrit dans un registre;

b) il est désigné comme ordre à traitement imposé;

c) il est saisi ou acheminé en même temps qu'un ou plusieurs autres ordres à cours limité saisis sur un ou plusieurs marchés ou acheminés à un ou plusieurs marchés, au besoin, pour être exécutés contre tout ordre protégé à un meilleur cours que l'ordre visé au paragraphe *a*;

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

a) il est saisi sur un marché un jour de bourse donné;

b) il est subordonné aux conditions suivantes :

i) il doit être exécuté au cours de clôture du titre sur ce marché ce jour-là;

ii) il doit être exécuté après l'établissement du cours de clôture;

« ordre non standard » : tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'une option, qui est saisi sur un marché et assorti de conditions de règlement non standardisées qui n'ont pas été établies par le marché à la cote duquel le titre est inscrit ou sur lequel il est coté;

« ordre protégé » : une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée;

« transaction hors cours » : l'exécution d'un ordre à l'un des cours suivants :

a) dans le cas d'un achat, un cours plus élevé que toute offre de vente protégée;

b) dans le cas d'une vente, un cours inférieur à toute offre d'achat protégée. ».

2. L'article 1.2 de ce règlement est modifié par la suppression de « , adopté par la Commission des valeurs mobilières du Québec en vertu de la décision n° 2001-C-0409 du 28 août 2001, ».

3. L'article 3.1 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 2, de « de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., c. V-V-1.1) » par « de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., c. V-1.1) et de la Loi sur les instruments dérivés (L.R.Q., c. I-14.01), ».

4. L'intitulé de la partie 6 et l'article 6.1 de ce règlement sont remplacés par ce qui suit :

« **PARTIE 6 LA PROTECTION DES ORDRES**

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

1) Le marché établit, maintient et fait respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour faire ce qui suit :

a) empêcher sur celui-ci les transactions hors cours qui ne correspondent pas à celles visées à l'article 6.2;

b) assurer sa conformité à la présente partie lorsqu'il exécute une opération donnant lieu à une transaction hors cours visée à l'article 6.2.

2) Le marché examine et contrôle régulièrement l'efficacité des politiques et procédures visées au paragraphe 1 et en corrige rapidement les lacunes.

3) Le marché dépose auprès de l'autorité en valeurs mobilières et, le cas échéant, de son fournisseur de services de réglementation les politiques et procédures prévues au paragraphe 1 et leurs modifications significatives au moins 45 jours avant leur mise en œuvre.

6.2. La liste des transactions hors cours

Les transactions hors cours visées au sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 de l'article 6.1 sont les suivantes :

a) celles qui ont lieu lorsque le marché a conclu raisonnablement que le marché affichant l'ordre protégé contourné connaissait une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché;

b) l'exécution d'un ordre à traitement imposé;

c) les transactions hors cours effectuées par un marché qui achemine simultanément un ordre à traitement imposé pour exécution contre le volume total affiché de tout ordre protégé contourné;

d) les transactions hors cours lorsque, immédiatement avant, le marché affichant l'ordre protégé contourné affiche à son meilleur cours un ordre protégé dont le cours est égal ou inférieur à celui de cette transaction;

e) les transactions hors cours résultant de l'un des ordres suivants :

i) un ordre non standard;

ii) un ordre à cours calculé;

iii) un ordre au cours de clôture;

f) les transactions hors cours exécutées lorsque la meilleure offre d'achat protégée du titre visé par cette transaction était supérieure à la meilleure offre de vente protégée.

6.3. Les pannes, défauts de fonctionnements et retards importants touchant les systèmes ou le matériel

1) Le marché qui a une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché avise immédiatement les personnes suivantes :

a) tous les autres marchés;

b) tous les fournisseurs de services de réglementation;

c) ses participants au marché;

d) toute agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, tout fournisseur d'information qui diffuse ses données conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché.

2) Si l'avis prévu au paragraphe 1 n'a pas été envoyé, le marché qui exécute une opération visée au paragraphe *a* de l'article 6.2 et achemine un ordre vers un autre marché avise immédiatement les personnes suivantes :

a) le marché dont il a raisonnablement conclu qu'il a une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché;

b) tous les fournisseurs de services de réglementation;

c) ses participants au marché;

d) toute agence de traitement de l'information qui diffuse de l'information conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché.

3) Le participant au marché qui conclut raisonnablement qu'un marché connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché et qui achemine un ordre pour exécution contre un ordre protégé sur un autre marché affichant un cours inférieur avise du problème les personnes suivantes :

a) le marché qui semble rencontrer le problème;

b) tous les fournisseurs de services de réglementation.

6.4. Les obligations des participants au marché en matière de protection des ordres

1) Le participant au marché ne peut saisir un ordre à traitement imposé que s'il a établi, maintient et fait respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour faire ce qui suit :

a) empêcher les transactions hors cours, sauf les suivantes :

i) celles qui ont lieu lorsque le participant au marché a conclu raisonnablement que le marché affichant l'ordre protégé contourné connaissait une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché;

ii) les transactions hors cours effectuées par un participant au marché qui achemine simultanément un ordre à traitement imposé pour exécution contre le volume total affiché de tout ordre protégé contourné;

iii) les transactions hors cours lorsque, immédiatement avant, le marché affichant l'ordre protégé contourné affiche à son meilleur cours un ordre protégé dont le cours est égal ou inférieur à celui de cette transaction;

iv) les transactions hors cours résultant de l'un des ordres suivants :

A) un ordre non standard;

B) un ordre à cours calculé;

C) un ordre au cours de clôture;

v) les transactions hors cours exécutées lorsque la meilleure offre d'achat protégée du titre visé par cette transaction était supérieure à la meilleure offre de vente protégée.

b) assurer sa conformité à la présente partie lorsqu'il exécute les transactions hors cours visées aux sous-paragraphes *i* à *v* du paragraphe *a*.

2) Le participant au marché qui saisit un ordre à traitement imposé examine et contrôle régulièrement l'efficacité des politiques et procédures visées au paragraphe 1 et en corrige rapidement les lacunes.

6.5. Les ordres figés ou croisés

Aucun participant au marché ne peut intentionnellement saisir sur un marché les ordres suivants :

a) un ordre protégé visant à acheter un titre à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée;

b) un ordre protégé visant à vendre un titre à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée.

6.6. Les heures de négociation

Le marché fixe les heures de négociation que ses participants doivent observer.

6.7. Disposition anti-échappatoire

Il est interdit d'envoyer un ordre à une bourse, à un système de cotation et de déclaration d'opérations ou à un système de négociation parallèle qui n'exerce pas d'activité au Canada pour éviter de l'exécuter contre un ordre à un meilleur cours sur un marché.

6.8. Champ d'application

Au Québec, la présente partie ne s'applique pas aux dérivés standardisés. ».

5. L'article 7.2 de ce règlement est modifié par le remplacement du paragraphe *c* par le suivant :

« *c)* la bourse reconnue transmet au fournisseur de services de réglementation l'information visée à la partie 11 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, de

même que toute autre information raisonnablement nécessaire à une surveillance efficace de ce qui suit :

i) la conduite et les activités de négociation des participants au marché sur les marchés et entre eux;

ii) la conduite de la bourse reconnue, le cas échéant; ».

6. L'article 7.4 de ce règlement est modifié par le remplacement du paragraphe *c* par le suivant :

« *c)* le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations transmet au fournisseur de services de réglementation l'information visée à la partie 11 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, de même que toute autre information raisonnablement nécessaire à une surveillance efficace de ce qui suit :

i) la conduite et les activités de négociation des participants au marché sur les marchés et entre eux;

ii) la conduite du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, le cas échéant; ».

7. L'article 7.5 de ce règlement est modifié par l'insertion, après les mots « conformément à la présente partie », des mots « et à la partie 8 ».

8. L'article 8.3 de ce règlement est modifié par le remplacement du paragraphe *d* par le suivant :

« *d)* le SNP transmet au fournisseur de services de réglementation l'information visée à la partie 11 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, de même que toute autre information raisonnablement nécessaire à la surveillance efficace de ce qui suit :

i) la conduite et les activités de négociation des participants au marché sur les marchés et entre eux;

ii) la conduite du SNP; ».

9. L'article 9.3 de ce règlement est modifié par le remplacement des mots « au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM, *Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt*, modifié » par les mots « à la Règle 2800 de l'OCRCVM, Code de conduite à l'intention des sociétés courtiers membres de la société négociant sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt, et ses modifications ».

10. Le présent règlement, à l'exception des articles 1 et 4, entre en vigueur le 28 janvier 2010.

11. Les articles 1 et 4 du présent règlement entrent en vigueur le 1er février 2011.

MODIFICATION DE L'*INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ*

1. L'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* est modifiée par l'insertion, après l'article 1.3, du suivant :

« **1.4. La définition de « fournisseur de services de réglementation »**

La définition de « fournisseur de services de réglementation » s'applique aux tiers qui fournissent des services de réglementation aux marchés. Les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations ne sont pas fournisseurs de services de réglementation s'ils n'offrent ces services qu'à leur marché ou à un marché du même groupe qu'eux. ».

2. L'article 2.1 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe 1 du texte français, du mot « couplent » par le mot « apparient » et des mots « alinéas » et « l'alinéa » par, respectivement, les mots « paragraphes » et « le paragraphe »;

2° par le remplacement, partout où ils se trouvent dans le paragraphe 7, de « ACCOVAM » par « OCRCVM », de « au Statut 36 » par « à la Règle 36 » et de « au Règlement 2100 » par « à la Règle 2100 ».

3. L'article 3.4 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe 3 du texte français, des mots « l'alinéa » par les mots « le paragraphe »;

2° par le remplacement, dans le paragraphe 4 du texte français, des mots « l'alinéa » par les mots « le paragraphe »;

3° par le remplacement, dans le paragraphe 5, de « ACCOVAM » par « OCRCVM » et, dans le texte français, des mots « L'alinéa » par les mots « Le paragraphe ».

4. Le paragraphe 6 de l'article 6.1 de cette instruction générale est modifié par le remplacement des mots « la modification de la plate-forme d'exploitation du SNP, des types de titres négociés ou des types d'adhérents » par les mots « toute modification des renseignements fournis aux Annexes A, B, C, F, G, I et J de l'Annexe 21-101A2. ».

5. L'article 7.1 de cette instruction générale est remplacé par le suivant :

« **7.1. Les règles d'accès**

1) L'article 5.1 du règlement établit les règles d'accès qui s'appliquent aux bourses reconnues et aux systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations. Les autorités en valeurs mobilières du Canada signalent que les règles d'accès ne limitent pas le pouvoir d'une bourse reconnue ou d'un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations de fixer des normes d'accès raisonnables. Les règles d'accès visent à ce que les règles, les politiques, les procédures, les barèmes de droits et les pratiques de la bourse ou du système de cotation et de déclaration d'opérations ne restreignent pas indûment l'accès aux services qu'il ou elle offre.

2) Afin de respecter les obligations de protection des ordres prévues à la partie 6 du règlement 23-101, la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations devrait fournir aux personnes suivantes un accès équitable et efficient :

a) les membres ou les utilisateurs qui accèdent directement à la bourse ou au système de cotation et de déclaration d'opérations;

b) les personnes qui y accèdent indirectement par l'entremise d'un membre ou d'un utilisateur;

c) les marchés qui lui acheminent des ordres.

Au paragraphe *b*, sont assimilées aux « personnes » les systèmes et les mécanismes que les personnes exploitent et les personnes qui ont un accès par l'entremise d'un membre ou d'un utilisateur.

3) Au paragraphe *b* de l'article 5.1 du règlement, l'expression « services » s'entend de tous les services offerts à une personne, y compris les services relatifs à la saisie des ordres, à leur exécution, à leur acheminement et aux données s'y rapportant, de même qu'à la négociation des titres.

4) Il incombe aux bourses reconnues et aux systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations de fixer des droits qui sont conformes à l'article 5.1 du règlement. La bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations devrait évaluer si les droits exigés imposent indûment des conditions ou des limites à l'accès à ses services selon divers facteurs, notamment les suivants :

a) la valeur du titre négocié;

b) le rapport entre le montant des droits et la valeur du titre;

c) les droits exigés par les autres marchés pour l'exécution des opérations;

d) dans le cas des droits relatifs aux données de marché, le rapport entre le montant des droits exigés et la part de marché de la bourse ou du système de cotation et de déclaration d'opérations;

e) s'agissant des modalités d'exécution des ordres, notamment des droits y afférents, le fait que le résultat de leur application est conforme aux objectifs réglementaires de la protection des ordres.

Les autorités en valeurs mobilières du Canada jugeront selon ces facteurs, entre autres, si les droits exigés par les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations imposent indûment des conditions ou des limites à l'accès à leurs services. Dans le cas des frais de négociation, nous sommes d'avis que des frais égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation minimal, au sens des Règles universelles d'intégrité du marché de l'OCRCVM, et leurs modifications, imposeraient indûment des conditions ou des limites à l'accès aux services de la bourse reconnue ou du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, car ils seraient incompatibles avec les objectifs réglementaires de la protection des ordres. Des frais de négociation inférieurs à l'échelon de cotation minimal pourraient avoir le même effet restrictif selon certains facteurs, dont ceux indiqués ci-dessus. ».

6. L'article 8.2 de cette instruction générale est remplacée par le suivant :

« **8.2. Les règles d'accès**

1) L'article 6.13 du règlement prévoit les règles d'accès qui s'appliquent aux SNP. Les autorités en valeurs mobilières du Canada signalent que les règles d'accès ne limitent pas le pouvoir d'un SNP de fixer des normes d'accès raisonnables. Les règles d'accès visent à ce que les politiques, les procédures, les barèmes de droits et les pratiques du SNP ne restreignent pas indûment l'accès aux services qu'il offre.

2) Afin de respecter les obligations de protection des ordres prévues à la partie 6 du règlement 23-101, le SNP devrait fournir aux personnes suivantes un accès équitable et

efficient :

a) les adhérents qui accèdent directement au SNP;

b) les personnes qui y accèdent indirectement par l'entremise d'un adhérent;

c) les marchés qui lui acheminent des ordres.

En outre, au paragraphe *b*, sont assimilées aux « personnes » les systèmes ou les mécanismes que les personnes exploitent et les personnes qui ont un accès par l'entremise d'un adhérent qui est courtier.

3) Au paragraphe *b* de l'article 6.13 du règlement, l'expression « services » s'entend de tous les services offerts à une personne, y compris les services relatifs à la saisie des ordres, à leur exécution, à leur acheminement et aux données s'y rapportant, de même qu'à la négociation des titres.

4) Il incombe aux SNP de fixer des droits qui sont conformes à l'article 6.13 du règlement. Le SNP devrait évaluer si les droits exigés imposent indûment des conditions ou des limites à l'accès à ses services selon divers facteurs, notamment les suivants :

a) la valeur du titre négocié;

b) le rapport entre le montant des droits et la valeur du titre négocié;

c) les droits exigés par les autres marchés pour l'exécution des opérations;

d) dans le cas des droits relatifs aux données de marché, le rapport entre le montant des droits exigés et la part de marché du SNP;

e) s'agissant des modalités d'exécution des ordres, notamment des droits y afférents, le fait que le résultat de leur application est conforme aux objectifs réglementaires de la protection des ordres.

Les autorités en valeurs mobilières du Canada jugeront selon ces facteurs, entre autres, si les droits exigés par les SNP imposent indûment des conditions ou des limites à l'accès à leurs services. Dans le cas des frais de négociation, nous sommes d'avis que des frais égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation minimal, au sens des Règles universelles d'intégrité du marché de l'OCRCVM, et leurs modifications, imposeraient indûment des conditions ou des limites à l'accès aux services du SNP, car ils seraient incompatibles avec les objectifs réglementaires de la protection des ordres. Des frais de négociation inférieurs à l'échelon de cotation minimal pourraient avoir le même effet restrictif selon certains facteurs, dont ceux indiquées ci-dessus. ».

7. L'article 9.1 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement des deux premières phrases du paragraphe 1 par les suivantes :

« Conformément au paragraphe 1 de l'article 7.1 du règlement, le marché qui affiche à l'intention d'une personne des ordres portant sur des titres cotés doit fournir des informations exactes et à jour sur ces ordres à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation. L'article 7.2 exige que le marché fournisse des informations exactes et à jour sur les opérations effectuées sur des titres cotés à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de

traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation. »;

2° par le remplacement du paragraphe 2 par le suivant :

« 2) Dans l'application des articles 7.1 et 7.2 du règlement, le marché ne devrait pas mettre les informations requises sur les ordres et les opérations à la disposition d'autres personnes plus rapidement qu'il ne les fournit à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information. En outre, toute information que le marché fournit à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information doit préciser l'identité du marché et contenir tout autre renseignement utile, notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de l'ordre ou de l'opération. ».

8. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 10.1, du suivant, et par la renumérotation de l'article 10.2, qui devient l'article 10.3 :

« **10.2. Disponibilité de l'information**

Dans l'application des articles 8.1 et 8.2 du règlement, qui prévoient la fourniture d'informations exactes et à jour sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation, le marché, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations ou le courtier ne devrait pas mettre les informations requises à la disposition d'autres personnes plus rapidement qu'il ne les fournit à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information. ».

9. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 12.1, du suivant :

« **12.2. Conditions discriminatoires**

L'article 10.2 du règlement interdit au marché d'imposer des conditions entraînant une discrimination entre les ordres qui lui sont acheminés et ceux qui sont saisis sur celui-ci. ».

10. Cette instruction générale est modifiée par le remplacement de l'article 13.2 par le suivant :

« **13.2. La synchronisation des horloges**

Les paragraphes 1 et 2 de l'article 11.5 du règlement exigent la synchronisation des horloges des intermédiaires entre courtiers sur obligations ou des courtiers, selon le cas, avec celle d'un fournisseur de services de réglementation surveillant la négociation des titres pertinents sur les marchés. Les autorités en valeurs mobilières du Canada estiment que la synchronisation doit se faire en continu sur l'étalon national de temps choisi par le fournisseur de services de réglementation. Même le marché qui n'a pas engagé de fournisseur de services de réglementation devrait synchroniser ses horloges avec celle de tout fournisseur de services de réglementation surveillant les opérations sur les titres négociés sur ce marché. Chaque fournisseur de services de réglementation surveille l'information qu'il reçoit des marchés, courtiers et, le cas échéant, intermédiaires entre courtiers sur obligations pour vérifier que les horloges sont correctement synchronisées. Lorsqu'il existe plusieurs fournisseurs de services de réglementation, ceux-ci doivent, pour s'acquitter de leur obligation de coordonner la surveillance et les mesures d'application en vertu de l'article 7.5 du Règlement 23-101, s'entendre sur un étalon commun aux fins de synchronisation. En l'absence de fournisseur de services de réglementation, les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations sont également tenus de coordonner entre eux la synchronisation des horloges. ».

11. L'article 14.1 de cette instruction générale est remplacé par les suivants :

« **14.1. Les obligations relatives aux systèmes**

Le présent article s'applique à tous les systèmes du marché qui sont visés dans l'énoncé introductif de l'article 12.1 du règlement.

1) En vertu du paragraphe *a* de l'article 12.1 du règlement, le marché est tenu d'élaborer et de maintenir un système adéquat de contrôle interne des systèmes visés. Il est également dans l'obligation d'élaborer et de maintenir des contrôles généraux adéquats en matière d'informatique. Il s'agit des contrôles mis en œuvre en appui de la planification, de l'acquisition, du développement et de l'entretien des technologies de l'information, de l'exploitation informatique, du soutien des systèmes d'information et de la sécurité. Des ouvrages reconnus indiquent ce en quoi consistent des contrôles adéquats en matière d'informatique, notamment *La gestion du contrôle de l'informatique*, de l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA), et *COBIT*, du IT Governance Institute.

2) En vertu du paragraphe *b* de l'article 12.1 du règlement, le marché est tenu de respecter certaines normes en matière de capacité des systèmes, de performance, de continuité des activités et de reprise après sinistre. Ces normes sont conformes aux pratiques commerciales prudentes. Les activités et les tests visés à ce paragraphe doivent être effectués au moins une fois par année. Dans la pratique cependant, en raison de l'évolution constante de la technologie, des exigences en matière de gestion des risques et de la pression de la concurrence, ils sont souvent effectués plus fréquemment.

3) En vertu du paragraphe 1 de l'article 12.2 du règlement, le marché est tenu d'engager une partie compétente pour effectuer une évaluation annuelle indépendante des contrôles internes visés au paragraphe *a* de l'article 12.1 du règlement. Une partie compétente est une personne ou un groupe de personnes expérimentées en matière de technologies de l'information et d'évaluation des contrôles internes connexes dans un environnement informatique complexe. Avant d'engager une partie compétente, le marché devrait discuter de son choix avec l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières.

4) En vertu de l'article 15.1 du règlement, l'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut envisager de dispenser un marché de l'obligation d'engager chaque année une partie compétente pour effectuer un examen indépendant de ses systèmes et pour établir un rapport conformément au paragraphe 1 de l'article 12.2 du règlement, à condition que le marché effectue une autoévaluation de contrôle et la dépose auprès de l'agent responsable ou, au Québec, de l'autorité en valeurs mobilières. L'autoévaluation aurait sensiblement la même étendue que celle d'un examen indépendant des systèmes. Les modalités et les délais de présentation du rapport d'autoévaluation seraient conformes à ceux qui s'appliquent au rapport d'examen indépendant.

L'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut juger si l'intérêt public justifie la dispense sur divers facteurs, notamment la part de marché du marché concerné, la date du dernier examen indépendant de ses systèmes et les modifications apportées à ses systèmes ou à son personnel.

14.2. Publication des spécifications techniques et accès aux installations d'essais

1) En vertu du paragraphe 1 de l'article 12.3 du règlement, le marché est tenu de rendre publique pendant au moins trois mois la version finale des prescriptions techniques relatives à l'interfaçage avec ses systèmes ou à l'accès à ceux-ci. En cas de modification importante de ces prescriptions techniques entre leur mise à la disposition du public et la mise en activité, le marché devrait rendre publiques les prescriptions techniques révisées pendant trois mois avant d'entrer en activité. Ce paragraphe oblige également le marché en activité à rendre publiques ses prescriptions techniques pendant au moins trois mois avant d'y apporter une modification importante.

2) En vertu du paragraphe 2 de l'article 12.3 du règlement, le marché est tenu de permettre l'accès à des installations d'essais concernant l'interfaçage avec ses systèmes et l'accès à ceux-ci pendant au moins deux mois après la mise à la disposition du public des prescriptions techniques. S'il rend publiques ses prescriptions techniques pendant plus de trois mois, il peut permettre l'accès aux installations pendant ou après cette période à condition de le faire pendant au moins deux mois avant la mise en activité. S'il entend apporter des modifications importantes à ses systèmes après sa mise en activité, il est tenu de mettre des installations d'essais à la disposition du public pendant au moins deux mois avant de mettre en œuvre les modifications.

3) En vertu du paragraphe 4 de l'article 12.3 du règlement, le marché qui, afin de remédier à une panne, à un défaut de fonctionnement ou à un retard important de ses systèmes ou de son matériel, doit apporter immédiatement une modification à ses prescriptions techniques relatives à l'interfaçage avec ses systèmes ou à l'accès à ceux-ci est tenu d'en aviser immédiatement l'agent responsable ou, au Québec, l'autorité en valeurs mobilières et, le cas échéant, son fournisseur de services de réglementation. Nous nous attendons à ce que les prescriptions techniques modifiées soient rendues publiques dans les meilleurs délais, pendant que les modifications sont apportées ou tout de suite après. ».

12. L'article 16.1 de cette instruction générale est modifié par le remplacement du paragraphe 2 par les suivants :

« 2) En vertu du paragraphe 2 de l'article 14.4 du règlement, l'agence de traitement de l'information assure la collecte, le traitement, la diffusion et la publication des informations sur les ordres et sur les opérations sur titres d'une manière rapide, exacte, fiable et équitable. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières s'attendent à ce que, lorsqu'elle remplit cette obligation, elle fasse en sorte que tous les marchés, intermédiaires entre courtiers sur obligations et courtiers qui sont tenus de fournir des informations aient accès à elle à des conditions équitables et raisonnables. Elles s'attendent également à ce qu'elle ne donne la priorité aux informations d'aucun marché, intermédiaire entre courtiers sur obligations ou courtier lors de la collecte, du traitement, de la diffusion ou de la publication.

3) En vertu du paragraphe 5 de l'article 14.4 du règlement, l'agence de traitement de l'information fournit de l'information rapide et exacte sur les ordres et les opérations et ne doit pas imposer indûment de restrictions à l'accès équitable à cette information. Pour s'acquitter de l'obligation d'octroyer un « accès équitable », l'agence de traitement de l'information est censée rendre les informations diffusées et publiées disponibles à des conditions raisonnables et non discriminatoires. Par exemple, elle ne doit fournir les informations sur les ordres et les opérations à aucune personne ni à aucun groupe de personnes plus rapidement qu'à d'autres et n'accorder de traitement de faveur à aucune personne ni à aucun groupe de personnes en matière de fixation de prix. ».

13. Le sous-paragraphe *b* du paragraphe 1 de l'article 16.2 de cette instruction générale est modifié par la suppression de « , sans discrimination indue ».

14. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 16.3, du suivant :

« **16.4. Les obligations relatives aux systèmes**

Les indications données à l'article 14.1 de la présente instruction générale sur les obligations relatives aux systèmes valent pour les agences de traitement de l'information dans la mesure applicable. ».

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

1. L'article 1.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* est modifié par le remplacement des mots « règlement canadien 23-101 sur » par les mots « *Règlement 23-101 sur* ».

2. Cette instruction générale est modifiée par l'insertion, après l'article 1.1.1, des suivants :

« **1.1.2. Définition de « fonctionnalité automatisée »**

L'article 1.1. du règlement prévoit une définition de l'expression « fonctionnalité automatisée », qui s'entend de la capacité de faire ce qui suit : 1) donner suite à un ordre entrant; 2) répondre à l'auteur de l'ordre; et 3) mettre l'ordre à jour en transmettant de l'information à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information. Cette fonctionnalité permet d'exécuter immédiatement et automatiquement tout ordre entrant jusqu'à concurrence de la taille affichée et d'annuler immédiatement et automatiquement la tranche non exécutée de cet ordre sans l'inscrire dans le registre ni l'acheminer ailleurs. Elle ne nécessite aucune intervention humaine dans le traitement des ordres reçus. Le marché pourvu de cette fonctionnalité devrait disposer de systèmes, de politiques et de procédures appropriés pour traiter les ordres « exécuter sinon annuler ».

1.1.3. Définition d'« ordre à cours calculé »

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

a) l'ordre au cours du marché, dont le cours est calculé par le système de négociation du marché au moment fixé par ce dernier;

b) l'ordre au premier cours, dont le cours est le cours d'ouverture déterminé par le marché selon sa propre formule;

c) l'ordre au dernier cours, qui est exécuté au cours de clôture sur un marché donné, mais saisi avant que ce cours ne soit connu;

d) l'ordre au cours moyen pondéré en fonction du volume, dont le cours est fixé selon une formule qui mesure le cours moyen sur un ou plusieurs marchés;

e) l'ordre de base, dont le cours est fonction des cours auxquels une ou plusieurs opérations sur dérivés ont été effectuées sur un marché; ce type d'ordre doit être approuvé par un fournisseur de services de réglementation, ou encore par une bourse surveillant la conduite de ses membres ou un système de cotation et de déclaration d'opérations surveillant celle de ses utilisateurs.

1.1.4. Définition d'« ordre à traitement imposé »

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

a) exécuter l'ordre et annuler toute tranche non exécutée au moyen d'un identificateur « exécuter sinon annuler »;

b) exécuter l'ordre et inscrire dans le registre toute tranche non exécutée;

c) inscrire l'ordre dans le registre comme ordre passif en attente d'exécution;

d) éviter l'interaction avec la liquidité cachée au moyen d'un identificateur de contournement, au sens des Règles universelles d'intégrité du marché de l'OCRCVM.

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

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

1.1.5. Définition d'« ordre non standard »

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

1.1.6. Définition d'« ordre protégé »

1) Selon la définition, un ordre protégé est « une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée ». Ces offres sont des ordres d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'une option, qui sont affichés sur un marché fournissant la fonctionnalité automatisée et sur lesquels de l'information est fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information, selon le cas, conformément à la partie 7 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*. La mention « affichée sur un marché » s'applique à l'information sur le volume total déclaré sur un marché. Les volumes qui ne sont pas déclarés, qui constituent une « réserve » ou qui sont cachés ne sont pas considérés comme affichés sur un marché. L'ordre doit être fourni de façon à permettre aux autres marchés et participants au marché d'accéder facilement à l'information et de la verser dans leurs systèmes ou mécanismes d'acheminement des ordres.

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

3. La partie 6 de cette instruction générale est remplacée par la suivante :

« **PARTIE 6 LA PROTECTION DES ORDRES**

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

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

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

a) les mesures prises par le marché pour évaluer ses politiques et procédures;

b) les manquements ou les lacunes rencontrés;

c) les mesures prises pour corriger les manquements ou les lacunes.

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

4) La protection des ordres s'applique lorsque au moins deux marchés comportant des ordres protégés sont ouverts. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation pour les participants au marché qui sont évalués par rapport à un certain cours de clôture. En vertu du paragraphe *e* de l'article 6.2, ces marchés n'ont pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres affichés par un autre marché dans ces circonstances.

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

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

a) les mesures prises par le participant au marché pour évaluer ses politiques et procédures;

b) les manquements ou les lacunes rencontrés;

c) les mesures prises pour corriger les manquements ou les lacunes.

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

2) La protection des ordres s'applique lorsque au moins deux marchés qui affichent des ordres protégés sont ouverts. Certains marchés tiennent une séance à des cours établis par eux pendant les heures normales de négociation pour les participants au marché qui sont évalués par rapport à un certain cours de clôture. En vertu de la disposition C du sous-paragraphe *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement, le participant au marché n'a pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres affichés par d'autres marchés dans ces circonstances.

6.3. La liste des transactions hors cours

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

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

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

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

traitement imposé acheminés simultanément ne soient pas exécutés simultanément, ce qui occasionne alors une ou plusieurs transactions hors cours du fait qu'un ordre à un cours moins élevé est exécuté en premier.

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

i) le meilleur cours acheteur ou vendeur affiché sur l'ensemble des marchés fluctue entre la saisie d'un ordre et son exécution sur un marché donné;

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

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

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

6.4. Les marchés figés et croisés

1) En vertu de l'article 6.5 du règlement, aucun participant au marché ne peut intentionnellement figer ni croiser un marché en saisissant un ordre protégé visant à acheter un titre à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée ou en saisissant un ordre protégé visant à vendre un titre à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. Du fait que l'article s'applique aux « ordres protégés », le participant au marché qui saisit un ordre visible affiché ne peut intentionnellement figer ou croiser un ordre visible affiché. L'article ne vise pas à interdire les ordres à cours limité négociables. Le paragraphe *f* de l'article 6.2 et le sous-paragraphe *v* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du règlement permettent de débloquer les marchés croisés qui se produisent accidentellement.

2) L'article 6.5 du règlement interdit à un participant au marché de figer ou de croiser intentionnellement un marché, par exemple en saisissant un ordre qui fige ou croise le marché en vue d'éviter d'acquitter les droits exigés par un marché ou de profiter des rabais offerts par un marché. Dans certaines situations, un marché figé ou croisé peut se produire accidentellement, par exemple :

a) en raison du temps de latence lorsqu'un participant au marché achemine à divers marchés plusieurs ordres à traitement imposé désignés comme « exécuter sinon annuler »;

b) en raison d'un ordre affiché sur un marché qui connaît une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché;

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

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

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

6.5. Disposition anti-échappatoire

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

4. L'article 7.3 de cette instruction générale est modifié par le remplacement des mots « au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM, *Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt*, et ses modifications » par les mots « à la Règle 2800 de l'OCRCVM, *Code de conduite à l'intention des sociétés courtiers membres de la société négociant sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt*, et ses modifications ».

5. L'article 7.4 de cette instruction générale est modifié par l'insertion, dans le texte français et après le mot « titres », des mots « d'emprunt ».

6. Cette instruction générale est modifiée par l'addition, après l'article 7.4, des suivants :

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

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

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

1) En vertu de l'article 7.5 du règlement, les fournisseurs de services de réglementation, les bourses reconnues et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations doivent conclure une entente écrite visant à coordonner les mesures d'application des règles prévues aux parties 7 et 8. Cette coordination est nécessaire aux fins de la surveillance intermarchés.

2) Toute bourse reconnue ou tout système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui n'a pas engagé de fournisseur de services de réglementation demeure dans l'obligation de coordonner ses activités avec celles d'un fournisseur de services de réglementation et des autres bourses ou systèmes de cotation et de déclaration d'opérations sur lesquels les mêmes titres se négocient afin d'assurer une surveillance intermarchés efficace.

3) À l'heure actuelle, l'OCRCVM est le seul fournisseur de services de réglementation pour les titres d'emprunt non cotés et les titres cotés, sauf les options et, au Québec, les dérivés standardisés. Lorsque plusieurs fournisseurs de services de réglementation réglementent des marchés sur lesquels un certain type de titre se négocie, les fournisseurs doivent coordonner la surveillance et les mesures d'application des règles établies. ».

7. La présente modification prend effet le 28 janvier 2010, à l'exception des articles 2 et 3, lesquels prennent effet le 1er février 2011.

7

Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation
Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Marketplace Operation

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

- *Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*;
- *Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules*.

The Authority is also publishing in this Bulletin, in English and French, the amendments to the *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* and the amendments to the *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules*.

In Québec, the Regulations 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 Regulations will come into force on the date of their publication in the *Gazette officielle du Québec* or on a later date indicated in the Regulations. The Policy Statements will be adopted as policies and will take effect concomitantly with the Regulations.

Additional Information

Further information is available from:

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Direction de la supervision des OAR
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4358
Toll-free : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Élaine Lanouette
Analyste
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4356
Toll-free : 1 877 525-0337, poste 4356
elaine.lanouette@lautorite.qc.ca

November 13, 2009

Notice

Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation

Regulation to amend Regulation 23-101 respecting Trading Rules

I. Introduction

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) have made amendments (Amendments) to the following texts:

1. *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101) and related Policy Statement 21-101 (Policy Statement 21-101); and

2. *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101) and related Policy Statement 23-101 (Policy Statement 23-101)

The key part of the Amendments introduces a framework to require all visible, immediately accessible, better-priced limit orders to be filled before other limit orders at inferior prices, regardless of the marketplace where the order is entered (Order Protection Rule or trade-through rule). Other parts of the Amendments include a prohibition on intentionally locking or crossing markets, and changes to marketplace technology requirements, clock synchronization, and information processor requirements.

We note that the best execution reporting requirements for marketplaces and dealers are not going forward at this time. We intend to republish these proposed amendments and when we do, we will include a summary of the comments received in response to our questions related to these proposed requirements and our responses. We also note that we have replaced the term "trade-through protection" with "order protection" but have not changed the underlying concept.

Subject to Ministerial approval requirements, the Amendments, other than those relating to the Order Protection Rule (i.e. other than changes to Part 6 of Regulation 23-101), will come into force on January 28, 2010 in all CSA jurisdictions. The Order Protection Rule will come into effect on February 1, 2011. Additional information regarding the implementation or adoption of the regulations in each province or territory is included in Appendix A to this Notice.

In Ontario, the Amendments were delivered by the Ontario Securities Commission (OSC) to the Minister of Finance for approval on November 13, 2009. We note that a blackline indicating the Amendments may be found on various Commission websites.

Until the Amendments relating to the Order Protection Rule come into force, we expect participants, as defined in the Universal Market Integrity Rules (UMIR) of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) to comply with UMIR 5.2 *Best Price Obligation* (UMIR Best Price Rule).

II. Background

On July 22, 2005, the CSA published Discussion Paper 23-403 *Market Structure Developments and Trade-through Obligations* (2005 Discussion Paper).[1] The purpose of the 2005 Discussion Paper was to discuss evolving market developments and the consequential implications for the Canadian capital market, and in particular the obligation to avoid trade-throughs (order protection).

The 2005 Discussion Paper asked a number of questions to get feedback on what values and rules were important to Canadian market participants. Because of the

[1] See Bulletin of the Autorité des marchés financiers dated July 22, 2005, Vol. 2, No. 29, for background.

importance of the issues relating to order protection and their impact on the Canadian capital market, the CSA held a public forum on October 14, 2005 to permit all interested parties to participate in discussions relating to order protection.[2]

The CSA received feedback on a number of issues identified in the 2005 Discussion Paper where there was often no clear majority opinion and the views on either side of a given issue were split. However, the majority of commenters stated that they believed that all visible orders at a better price should trade before inferior-priced orders.

On April 20, 2007, the CSA along with Market Regulation Services Inc. or RS (now IIROC) published the *Joint Notice on Trade-Through, Best Execution and Access to Marketplaces* (Joint Notice).[3] The Joint Notice outlined a proposal for an order protection regime.[4]

On October 17, 2008, the CSA published proposed amendments to Regulation 21-101 and Regulation 23-101 and the related Policy Statements (collectively, the 2008 Proposed Amendments).[5] The CSA invited public comment on all aspects of the 2008 Proposed Amendments. Eighteen comment letters were received. We have considered the comments received and thank all commenters for their submissions. A list of those who submitted comments, as well as a summary of comments and our responses to them, are attached as Appendix B to this Notice.

In February 2009 the CSA formed an industry implementation committee (Implementation Committee) made up of interested parties representing marketplaces, dealers, vendors and buy side investors to assist in identifying and providing recommendations to the CSA and, where appropriate, to IIROC with respect to operational issues associated with the Order Protection Rule. Over 30 industry members have participated in this open committee. As part of its work, the Implementation Committee created sub-committees to discuss and make recommendations in five areas it believed could result in material changes to the rule. The recommendations of each sub-committee were presented to the Implementation Committee who then provided a report to the CSA. The Report of the Implementation Committee Regarding Potential Material Changes to the Proposed Trade-through Protection Rule (Implementation Committee Report) is attached as Appendix C to this Notice. We would like to thank all Implementation Committee members for their time and valuable contribution. We would especially like to thank Judith Robertson, Chair of the Implementation Committee.

III. Order Protection Rule

1. What is Order Protection?

Order protection or trade-through protection, ensures that all immediately accessible, visible, better-priced limit orders are executed before inferior-priced limit orders and are not traded through. It is an obligation owed by all marketplace participants to the market as a whole. Many commenters on the 2008 Proposed Amendments indicated that they believe in the importance of an order protection obligation. Unlike the obligation for best execution, the obligation not to trade-through is not a fiduciary duty and cannot be waived.[6] Order protection applies whenever two or more marketplaces with protected orders are open for trading.

---

[2] The transcript of the trade-through forum is published on the OSC website at: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/rule_20051014_23-403_trade-through-forum.

[3] Bulletin of the Autorité des marchés financiers dated April 20, 2007, Vol. 4, No. 16.

[4] The Joint Notice also included proposed rule changes regarding access to marketplaces and proposed rule changes regarding best execution. The CSA published the amendments to best execution in their final form on June 20, 2008, and again on September 5, 2008, to be effective on September 12, 2008. We intend to re-examine the proposed rule amendments relating to direct market access and republish them for comment in 2010.

[5] Bulletin of the Autorité des marchés financiers dated October 17, 2008, Vol. 5, No. 41.

[6] For a discussion about trade-through and best execution, please see the notice that accompanied the 2008 Proposed Amendments on page 216 of the Bulletin of the Autorité des marchés financiers dated October 17, 2008, Vol. 5, No. 41.

2. Why is Order Protection Important?

In a multiple marketplace environment, the assurance that better-priced orders will be filled ahead of inferior-priced orders is essential to maintain investor confidence and fairness in the market. Order protection is especially important to ensure the future participation of retail investors that have an historical expectation of such protection. Without such protection, there may not be sufficient incentive to contribute to the price discovery process because investors who disclose their intentions are not assured of the benefit of having their better-priced orders filled while others are able to use this information in their trading decisions. In addition, investors, including retail investors, may lose confidence that their orders are being treated fairly. This in turn, may contribute to the perception that an unlevel playing field exists providing certain participants with advantages over others. Such a perception may ultimately result in the removal of investors from the market.

The CSA believe that it is important that participants of all kinds, especially retail investors, should have confidence in the fairness and integrity of the Canadian market. They should be confident that when they enter an order on a marketplace their order will be treated fairly irrespective of the sophistication of the participant or the size of the order. Such confidence encourages greater participation from all types of investors which in turn increases liquidity in the market and promotes a more efficient price discovery process. As a result, the CSA believe that order protection is an essential component to the integrity of the Canadian market.

3. The Current Regulatory Regime

Currently in Canada, order protection is addressed in IIROC's UMIR Best Price Rule. The UMIR Best Price Rule requires dealers when trading on marketplaces in Canada to use reasonable efforts to obtain the best price available for their trades. Under the UMIR Best Price Rule, dealers are required to introduce and comply with policies and procedures outlining how they will meet their best price obligations. There are a number of exemptions available and the factors to be considered in determining if reasonable efforts have been used are broadly outlined.[7]

The UMIR Best Price Rule currently applies only to dealers, which results in different requirements for dealers and non-dealers who are subscribers of alternative trading systems (ATSs). In addition, the rule currently does not provide the necessary infrastructure to effectively prevent trade-throughs. For example, it does not provide for a framework that would allow marketplace participants to simultaneously route orders to more than one marketplace.

IIROC will be revoking the UMIR Best Price Rule when the Order Protection Rule comes into effect. For details, please see IIROC Notice 09-0328 *Provisions Respecting Implementation of the Order Protection Rule*. Until then, the CSA expects participants to comply with the UMIR Best Price Rule.

4. The Proposed Order Protection Rule

This section outlines the key parts of the Order Protection Rule.[8] It identifies where changes have been made and describes the view of the Implementation Committee and our responses.

---

[7] See UMIR Rule 5.2 *Best Price Obligation* and the related policy.

[8] The Order Protection Rule was previously referred to as the "trade-through protection rule" in the 2008 Proposed Amendments.

(a) Key Aspects of the Order Protection Rule

(i) Marketplace Obligation

The Order Protection Rule requires each marketplace to establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs on that marketplace. Marketplaces are required to regularly review and monitor the effectiveness of their policies and procedures and act promptly to remedy any identified deficiencies. The purpose of this approach is to require marketplaces to eliminate trade-throughs that can reasonably be prevented, but also provide them with flexibility about how to do so. Marketplaces may choose to implement the obligation in various ways including, for example, voluntarily establishing direct linkages to other marketplaces, rejecting orders, re-pricing orders, or designing specific trade execution algorithms. However, marketplaces are not able to avoid their obligations by establishing policies and procedures that require marketplace participants to take steps to reasonably prevent trade-throughs.

As part of the policies and procedures required under the Order Protection Rule, marketplaces are required to have policies and procedures relating to their automatic functionality and how they will handle failures, malfunctions or material delays experienced by other marketplaces. In addition, a marketplace is required to immediately inform all regulation services providers, any information processor (or any information vendor if no information processor exists), its marketplace participants, and all other marketplaces when it experiences a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment or its ability to disseminate order and trade data.[9] It is also required to have policies and procedures that will outline how it will treat directed-action orders (see below for details on the directed-action order).

A marketplace is expected to show the effectiveness of its policies and procedures when evaluated by regulatory authorities by maintaining relevant information. This information would include how the marketplace evaluates its policies and procedures, any issues found and how issues were resolved.[10]

A marketplace is required to provide its policies and procedures, and any amendments thereto, to the securities regulatory authority and its regulation services provider 45 days prior to implementation. The CSA may be willing to grant an exemption to the 45 day time frame if appropriate.

(ii) Protected Orders

Order protection only applies to a protected order which is an order to buy or sell an exchange-traded security, other than an option, that is displayed on a marketplace that provides automated functionality and about which information is required to be provided to an information processor or information vendor.[11] The CSA do not consider special terms orders that are not immediately executable or that trade in a special terms book, such as all-or-none, minimum fill, or cash or delayed delivery, to be orders that are protected.[12] However, those executing against these types of orders are required to execute against all better-priced orders first.

A marketplace that is considered to provide "automated functionality" offers the ability to immediately and automatically:

- permit an incoming order entered on the marketplace electronically to be marked as immediate-or-cancel,

- execute an immediate-or-cancel order,

---

9 Section 6.3 of Regulation 23-101.
10 Section 6.1 of Regulation 23-101 and section 6.2 of Policy Statement 23-101.
11 Definition in section 1.1 of Regulation 23-101.
12 See subsection 5.1(3) of Policy Statement 21-101.

- cancel unexecuted portions of that order,
- transmit a response to the sender indicating the action taken, and
- display information that updates the displayed orders on the marketplace.[13]

We note that we have changed the name for the marker of an order in the definition of automatic functionality in the 2008 Proposed Amendments from "fill-or-kill" to "immediate-or-cancel" to reflect industry standards.

(iii) Visible Orders

The Order Protection Rule only applies to orders or parts of orders that are visible. For an order to be protected, it must be displayed by a marketplace and information about it must be provided to an information processor or information vendor.

Hidden orders or those parts of iceberg orders that are not visible are not protected under the Order Protection Rule. Currently, the non-visible or "dark" portions of orders can be avoided in a transparent order book through the use of the "bypass" marker introduced by IIROC.[14] The bypass marker signals to the marketplace that the order routed to the marketplace should not execute against any hidden liquidity. The bypass marker can be used with the directed-action order exception described below.

(iv) Full Depth-of-book

The Order Protection Rule will maintain the existing standard in the UMIR Best Price Rule and apply to all visible orders and visible parts of orders entered into the book (i.e. full depth-of-book). This means that in order to execute an order at an inferior price, a marketplace, or a marketplace participant using a directed-action order, has to ensure that all protected orders that are visible at better price levels have been executed. This approach is different from the one adopted in Regulation NMS in the United States, which provides protection only to the best bid and offer on each trading center (top-of-book).[15]

The Implementation Committee was divided on whether or not the CSA should move from full depth-of-book to a different level of protection. Although the Implementation Committee agreed that depth-of-book protection was more complete and philosophically consistent with the policy objectives of the CSA, the Implementation Committee did not reach a consensus on whether the incremental protection of full depth was sufficient to justify the incremental costs. In order to further investigate this issue, CSA staff provided the Implementation Committee members with specific questions designed to obtain information regarding the costs associated with full depth protection over top-of-book protection. These questions and a summary of the responses received are attached as Appendix D.

We have reviewed the information received from the Implementation Committee and gathered throughout this process to determine whether to maintain full depth order protection or to move to a top-of-book standard. Specifically, we reviewed the comments received in response to the 2005 Discussion Paper, the Joint Notice, and the 2008 Proposed Amendments, and the submissions made for top-of-book and depth-of-book in the Implementation Committee recommendations, and the responses to the questions provided to the Implementation Committee (marketplaces, dealers, buy side investors, and vendors). While we recognize that some have the view that a top-of-book standard should be adopted, we note:

---

13 Section 1.1 of Regulation 23-101.

14 See IIROC Market Integrity Notice 2008-008 published on May 16, 2008.

15 Regulation National Market System, Section 242.611, Final Rule, Federal Register 124 (June 29, 2005) pp. 37620-37632.

- A review of commenters who responded to the 2005 Discussion Paper and the Joint Notice showed a majority were in support of order protection that would apply to all visible orders regardless of where they are in the book. The majority of the comments received to the 2008 Proposed Amendments were also in favour of a full depth standard however, some commenters expressed different opinions on how many levels of the book should be protected under the rule.

- There was no clear consensus from the Implementation Committee on whether to maintain full depth protection or adopt top-of-book protection.

- The responses to the CSA's informal questions of the members of the Implementation Committee showed a majority who said that there were few incremental costs associated with full depth-of-book protection when compared to top-of-book. There was also no consensus on whether there may be an increased cost of latency associated with full depth protection.

The CSA have decided to maintain full depth-of-book protection. We believe the policy objectives of investor confidence in the fairness and integrity of the market are more effectively accomplished through full depth protection. We believe that it is important for investors, including retail investors, to know that any order they enter on a marketplace will be executed before an inferior-priced order. We also believe that shifting the current level of protection in Canada to a top-of-book obligation may be perceived as adopting a lower level of investor protection.

Several members of the Implementation Committee identified the potential for higher costs with full depth over top-of-book protection such as the cost of retaining a greater volume of data in order to show compliance with the Order Protection Rule. The CSA do not currently expect that demonstrating compliance with the Order Protection Rule will be materially different from showing compliance with dealers' best execution and best price obligations. We will be working with IIROC to develop our expectations regarding what information will need to be maintained by marketplaces and marketplace participants that choose to use the directed-action order. This expectation will be outlined in a staff notice.

(v) Anti-Avoidance

We have included an anti-avoidance provision that prohibits a person from routing orders to foreign marketplaces only for the purpose of avoiding the order protection regime in Canada.[16] In its report, the Implementation Committee recommended that any provision that required participants to execute better-priced orders in Canada before executing on foreign marketplaces should be limited to large, pre-arranged trades. As a result, IIROC will be publishing concurrently with this Notice amendments to UMIR to address this issue.[17]

We note however, that while marketplace participants are not required to assess foreign markets under the Order Protection Rule, they should consider foreign markets when addressing their best execution obligation.

(b) "Permitted" Trade-throughs

The overall purpose of order protection is to promote confidence and fairness in the market where the visible portion of better-priced limit orders trade ahead of inferior-priced orders. It is important to acknowledge, however, that the issues relating to preventing all trade-throughs in a multiple marketplace environment have become highly complex, particularly with the advent of new order types and other market structure developments in Canada.

---

[16] Section 6.7 of Regulation 23-101.

[17] On October 27, 2008 IIROC published a concept proposal respecting conditions on the conduct of trade on a foreign organized regulated market as part of IIROC Rules Notice 08-0163.

As a result, we have included a number of circumstances where trade-throughs are permitted.[18] These "permitted" trade-throughs or "exceptions" are primarily designed to achieve workable inter-market order protection while facilitating the use of trading strategies and order types that are useful to investors. They are intended to promote fairness, innovation and competition. A marketplace or marketplace participant must have policies and procedures that outline in what circumstances they may rely on the exception and how such reliance will be evidenced.

(i) Failure, Malfunction or Material Delay of Systems or Equipment or its Ability to Disseminate Marketplace Data (Systems Issues Exception)

We are including an exception for any failure or malfunction or material delay of a marketplace's systems or equipment or ability to disseminate data (systems issues).[19] The intention of the Systems Issues Exception is to provide marketplaces and marketplace participants with flexibility when dealing with another marketplace that is experiencing a systems problem (either of a temporary nature or a longer-term issue). A marketplace that is experiencing a failure, malfunction, or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate data is responsible for informing all other marketplaces, its marketplace participants, any information processor, and any regulation services providers when the failure, malfunction or material delay occurs.[20]

If a marketplace fails repeatedly to provide an immediate response to orders received or there are material delays in the response time, and no notification has been issued by the marketplace that may be experiencing systems issues, a routing marketplace or a marketplace participant may rely on paragraph 6.2(a) or 6.4(a)(i) of Regulation 23-101, in accordance with its policies and procedures that outline processes for dealing with these systems issues. This allows for the flexibility that is necessary to deal with concerns about potential issues that arise because of latency. In these circumstances, the marketplace or marketplace participant must immediately notify the marketplace that may be having systems issues, its own marketplace participants (where applicable), any information processor, and all regulation services providers. This notification will alert a marketplace to the fact that it may be experiencing systems issues and help the marketplace in verifying whether this is true.

In the next few months, we expect to consult with industry and examine a number of implementation issues associated with the Systems Issues Exception including the parameters around the notification procedures and protocols.

(ii) Directed-Action Order

We have included an exception that informs a marketplace that if it receives a specific order type, it can immediately carry out the action specified by the sender without delay or regard to any other better-priced orders displayed by another marketplace.[21] We have changed the name of this order from an inter-market sweep order to a directed-action order (DAO)[22]. We have also provided an exception for when simultaneous DAOs are sent.[23] In response to recommendations made by the Implementation Committee, the Amendments clarify the responsibilities of a marketplace and a marketplace participant when using the DAO. An order can be marked "DAO" by a marketplace or a marketplace participant. The marker, as its name suggests, allows for multiple actions to be taken. It may be sent to instruct the receiving marketplace to immediately execute and cancel, or immediately execute and book any remainder of the order. In addition, a DAO may be sent to instruct the receiving marketplace to book as a passive order awaiting execution.

---

18 The list of "permitted" trade-throughs is set out in section 6.2 of Regulation 23-101.
19 Paragraphs 6.2(a) and 6.4(a)(i) of Regulation 23-101.
20 Paragraph 6.3(1) of Policy Statement 23-101.
21 Paragraph 6.2(b) of Regulation 23-101.
22 Definition in section 1.1 of Regulation 23-101.
23 Paragraphs 6.2(c) and 6.4(a)(ii) of Regulation 23-101.

To avoid interaction with hidden liquidity, the DAO may also be used in conjunction with the bypass marker, as defined in IIROC's UMIR. Regardless of whether a DAO uses the bypass marker, the sender is responsible for executing against all better-priced visible orders before executing at an inferior price. If a DAO is sent without the bypass marker and interacts with hidden liquidity, all better-priced visible orders must be taken out before executing at an inferior price.

The definition of a DAO allows for the simultaneous routing of more than one DAO in order to execute against protected orders. In addition, marketplace participants may send a single DAO to execute against the best protected bid or best protected offer. A DAO may enable participants to execute large block orders, provided that they simultaneously route one or more DAO's to execute against better-priced orders. This would facilitate compliance with the order protection obligation. Whenever a market participant uses a DAO, it must have policies and procedures outlining its use and be able to show compliance with its policies and procedures regarding its use.

The Implementation Committee recommended that the requirements be set out more specifically when marketplace participants choose to assume the responsibility for order protection compliance. Although this expectation was outlined in the policy, in response to the Implementation Committee's request, we clarified the obligation in subsection 6.4 of Regulation 23-101 which requires a marketplace participant to establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that that are reasonably designed to prevent trade-throughs before using a DAO.

(iii) Changing Markets Exception

With the emergence of electronic trading, market conditions are changing and moving more rapidly with each new innovation in technology. The number of orders entered for every trade executed has increased dramatically in recent years. This means that the quoted price of a security can often change more quickly than the rate at which a trader can respond. As a result, we are allowing for a transaction that occurs when the marketplace displaying the best price that was traded through had displayed, immediately prior to executing a trade that resulted in a trade-through, an order with a price that was equal or inferior to the price of the trade-through transaction.[24] This exception is meant to provide some relief due to rapidly moving or changing markets.

The Implementation Committee recommended that a look-back exception be adopted where marketplaces could print a pre-arranged trade outside the national best bid or offer (NBBO) at the time of the print as long as: (a) the price was within the NBBO at the time the trade was agreed to, and (b) the trade is printed by a marketplace within 10 seconds of when the parties agreed to the trade.

The CSA have responded by clarifying that the "changing markets" exception[25] addresses the Implementation Committee's concern regarding the latency involved when executing manual trades.

The "changing markets" exception allows for the execution of an order on a marketplace, within the best bid or offer on that marketplace but outside the best bid or offer displayed across all marketplaces in certain circumstances. The exception allows a trade-through to occur when an order has been sent to execute against the best protected bid or offer on a marketplace but by the time it is executed the best bid or offer across marketplaces has changed. The exception also permits a trade that has been agreed to off-marketplace (where a check has been performed to see if the negotiated price can be executed within the best bid or offer across marketplaces) to be traded when the best bid or offer displayed on another marketplace has changed before the trade is executed (i.e. printed) on the marketplace.

---

[24] Paragraphs 6.2(d) and 6.4(a)(iii) of Regulation 23-101.

[25] Formerly known as the "flickering order" exception.

In Canada, the execution of orders of exchange-traded securities is only permitted to occur off-marketplace in a very limited number of circumstances. These circumstances are described in UMIR 6.4.[26] Negotiated trades that occur off-marketplace are not considered executed until they are printed on a marketplace. The "changing markets" exception will also facilitate the printing of manual trades after they have been agreed to in the context of the market, but may be outside of the market when they are entered on a marketplace.

However, the exception is not meant to change trading practices in Canada and allow for off-marketplace trading and reporting. Matched orders are considered to be executed only if they have been executed within the context of the marketplace on which the order is printed.

(iv) Non-Standard Orders

Non-standard orders have been included on the list of "permitted" trade-throughs. A non-standard order refers to an order for the purchase or sale of a security that is subject to non-standard terms or conditions relating to settlement that have not been set by the marketplace on which the security is listed or quoted.[27] A marketplace participant, however, may not add a special settlement term or condition to an order solely for the purpose that the order becomes a non-standard order so that it qualifies for an exception to the Order Protection Rule.

(v) Calculated-Price Order

We have included an exception for orders where the price is not known at the time of order entry and is not based, directly or indirectly, on the quoted price of the security at the time the commitment to execute the order was made.[28] We note that the language of the 2008 Proposed Amendments has been changed to more clearly describe the order. Orders that are included under this definition are:

- call market orders – where the price of a trade is calculated by the trading system of a marketplace at a time designated by the marketplace,

- opening orders – where each marketplace may establish its own formula for the determination of opening prices,

- closing orders – where execution occurs at the closing price on a particular marketplace, but at the time of order entry, the price is not known,

- volume-weighted average price orders – where the price of a trade is determined by a formula that measures a weighted average price on one or more marketplaces, and

- basis orders – where the price is based on prices achieved in one or more derivative transactions on a marketplace. To qualify as a basis order, this order must be approved by a regulation services provider or exchange or quotation and trade reporting system that monitors the conduct of its members or users respectively.[29]

(vi) Closing-Price Order

We have included an exception for an order entered on a marketplace for the purchase or sale of an exchange-traded security that executes at the established closing

---

[26] Trades are permitted to occur off-marketplace if the trade is: an unlisted or non-quoted security, has received a regulatory exemption, to adjust an error, executed on a foreign organized regulated market, executed outside of Canada provided that the trade is reported appropriately, is the result of certain terms of the security, is the result of the exercise of an option, right, warrant or similar pre-existing contractual agreement, pursuant to a prospectus or exempt distribution, or is in a listed security that has been halted, delayed, or suspended.

[27] Subparagraphs 6.2(e)(i) and 6.4(a)(iv)(A) of Regulation 23-101.

[28] Subparagraphs 6.2 (e)(ii) and 6.4(a)(iv)(B) of Regulation 23-101.

[29] Section 1.1.3 of Policy Statement 23-101.

price on that marketplace for that trading day for that security.[30] Some marketplaces provide an after-hours trading session at a price established by that marketplace during its regular hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. Therefore, we have included an exception for trade-throughs resulting from the execution of transactions in these circumstances so that a better-priced order on another marketplace does not need to be accessed.

(vii) Crossed Market

We have included an exception for a trade-through that occurs when the best protected bid was higher than the best protected offer (crossed market).[31] Without this exception, no marketplace could execute transactions in a crossed market because it would constitute a trade-through. The CSA recognize that crossed markets may occur as a result of order protection only applying to displayed orders or parts of orders, and not to hidden or reserve orders. Intentionally crossing the market to take advantage of this exception would be a violation of section 6.5 of Regulation 23-101.

(c) Fair Access to Marketplaces

We have made amendments to Policy Statement 21-101 to enhance the fair access provisions in Regulation 21-101.[32] Rather than setting a threshold for ATSs to permit access to all marketplace participants, the provisions require marketplaces to provide fair access to all of their services relating to order entry, trading, execution, routing and data. As well, marketplaces should permit fair access to their services for the purpose of complying with order protection requirements.

With respect to non-member/subscriber access to a marketplace, our view is that a marketplace should not be required to provide direct access to non-members/subscribers. It will be left to the marketplaces to determine how best to meet their order protection obligations. In the 2008 Proposed Amendments, we asked for comments on the various alternatives available to a marketplace to route orders to another marketplace. Certain commenters suggested that one option was for marketplaces to be directly linked by marketplaces becoming members or subscribers of all marketplaces that display protected orders through dealer entities. Other commenters suggested other options including that ATSs should be allowed to route orders to an exchange without being required to become a participating organization of the exchange, utilize an in-house or related-party capability to smart order route, licence a stand alone third party capability to smart order route, and price improve the order to a non-offending price level or reject a potentially offending order. In the next few months, we intend to consult with industry to discuss other issues relating to access.

(d) Trading Fee Limitation

In the 2008 Proposed Amendments, we proposed a principles-based trading fee limit. We asked for comments on whether the CSA should set an upper limit on fees charged to access an order for order protection purposes and if so, what this limit should be. Commenters were divided. Several expressed the view that an upper limit on fees should be set but there was no consensus what this limit should be. Others believed that a strict fee cap should not be set and that the issue would be addressed by market competition. We note that a trading fee is defined as "a fee that a marketplace charges for the execution of a trade on that marketplace."[33] It would include any fee charged to access an order, but does not include fees charged for routing or data dissemination.

In its report, the Implementation Committee concluded that it was advisable to include a trading fee limitation as part of the proposed rule. While divided on a specific cap, the Implementation Committee recommended that the CSA should consider adopting

---

30 Subparagraphs 6.2(e)(iii) and 6.4(a)(iv)(C) of Regulation 23-101.
31 Paragraphs 6.2(f) and 6.4(v) of Regulation 23-101.
32 Sections 7.1 and 8.2 of Policy Statement 21-101.
33 Section 1.1 of Regulation 21-101.

the model used in the United States that defines a set fee cap for stocks trading above $1, and a percentage of the value of the trade, for stocks trading below $1.

The CSA considered at great length whether to move from a principles-based approach to prescribing a specific trading fee cap. In our consideration, the following difficulties were identified in choosing a fee cap:

- When setting a trading fee as an amount per share, the fee will be a higher percentage of the transaction value for lower priced stocks than for those with higher prices.

- Dictating that fees should be charged on a cents per share or percent of value basis could limit the ability of marketplaces to implement innovative fee structures.

- The Canadian market has a higher proportion of stocks that trade below $1 than in the U.S. and so simply implementing the U.S. fee model could have unanticipated implications. For example, setting the maximum allowable trading fee as a percent of value could unduly impact the viability of Canada's junior markets.

As a result, the CSA have decided to maintain taking a principles-based approach and not set a specific trading fee cap. Set out below is a three pronged approach that will be taken with respect to fees to prevent marketplaces from raising their fees to take advantage of the order protection regime and to address issues raised by the Implementation Committee.

a) Proposed Provision: The Order Protection Rule prohibits a marketplace from imposing a term for the execution of an order that has the effect of discriminating between orders that are routed to that marketplace and orders that are entered on that marketplace.[34]

b) Current Requirements: Sections 5.1 and 6.13 of Regulation 21-101 currently require marketplaces to not unreasonably prohibit, condition or limit access by a person to services offered by it. This includes limiting or conditioning access through the imposition of an unreasonable fee or fee model. In assessing whether such a barrier to access may exist, the marketplace should consider a number of factors including:

- the value of the security traded,

- the amount of the fee charged relative to the value of the security traded,

- the amount of fees charged on other marketplaces, and

- with respect to market data fees, the amount of market data fees charged relative to the market share of the marketplace.

Concern was expressed by the Implementation Committee that a prohibition on marketplaces from imposing trading fees that are equal to or greater than the trading increment defined in UMIR could imply that any trading fee up to the trading increment is reasonable. In fact, the intention of the provision was not to set the fees charged by marketplaces, but to preserve the integrity of the Order Protection Rule. Therefore, to address the issue of maintaining the policy goals of the Order Protection Rule, we have added a fifth factor in Policy Statement 21-101[35] that a marketplace should consider when determining if its fees unreasonably prohibit, condition or limit access to its services. In addition, we have maintained in Policy Statement 21-101 that a trading fee greater than or equal to the minimum trading increment as defined in UMIR would unreasonably limit access to a marketplace's services as it would be inconsistent with the policy goals of order protection.

---

[34] Subsection 10.2 of Regulation 21-101.

[35] Subsections 7.1(4)(e) and 8.2(4)(e) of Policy Statement 21-101.

c) Letter to Marketplaces: In order to ensure that the fees that are currently charged by marketplaces in Canada do not unreasonably condition or limit access to their services, we will be asking all marketplaces to explain and justify their current fees and fee models and any changes made to their fees going forward prior to implementation to demonstrate that they are in compliance with Regulation 21-101.

(e) Locked and Crossed Markets

A "locked market" occurs when there are multiple marketplaces trading the same security and a bid (offer) on one marketplace is posted at the same price as an offer (bid) on another marketplace. Had both orders been entered onto the same marketplace the bid and the offer would have matched and a trade would have been executed. There are two ways for a locked market to be unlocked:

- typically, more buyers and sellers appear resulting in subsequent trades and immediate correction; or

- one of the participants involved in the lock removes its order and places the order on another marketplace to immediately execute the trade.

In contrast, a "crossed market" occurs when one participant's bid (offer) on one marketplace is higher (lower) than another participant's offer (bid) on a different marketplace. A crossed market condition between marketplaces usually does not last for a long period of time as someone will usually take advantage of the arbitrage opportunity.

While market participants agree that intentionally crossing markets should be prohibited, some argue that locking the market philosophically represents the most efficient market by eliminating the bid-ask spread. Others argue that locking the market creates confusion as market participants, including investors, do not understand why a displayed order is not being executed if there is an opposite order posted on another marketplace at the same price. Such confusion may impact the perception of the efficiency and fairness of the Canadian market which may in turn impact confidence levels and discourage participation. In addition, if the trader locking the market is acting as agent for her client, locking the market instead of executing the order could be a violation of best execution obligations.

In the view of the CSA, the practice of intentionally locking or crossing the market may detract from market efficiency, lead to a perception of a lack of market integrity, and may create investor confusion. We think that if there is a posted order at which price the participant is willing to trade, that order should be executed. Furthermore, the prohibition could encourage more interaction between buyers and sellers and encourage the use of limit orders (by offering some protection to the first displayed order).

Section 6.5 of Regulation 23-101 prohibits a marketplace participant from intentionally locking or crossing a market by entering a protected order to buy a security at the same price or higher than the best protected offer or entering a protected order to sell a security at the same price or lower than the best protected bid. This section is meant to capture the situation where a marketplace participant enters an order intentionally to lock or cross a particular marketplace or the market as a whole. It is not intended to prohibit the use of marketable limit orders. As mentioned in subsection 4(b)(vii) of this Notice, an exception from the Order Protection Rule has been provided to allow for the resolution of crossed markets that occur unintentionally. An exception is not necessary to resolve locked markets.

An example of when a marketplace participant intentionally locks the market is when a marketplace participant enters a locking order on a particular marketplace to avoid paying a fee charged by a marketplace or to take advantage of a rebate offered by a marketplace. As well, the CSA would consider an order marked DAO or the remainder of a DAO that is booked and that locks or crosses the market to be an intentional locking or crossing of the market and a violation of Regulation 23-101.

The CSA recognize that locked or crossed markets may occur unintentionally. An unintentional lock or cross could occur in the following circumstances:

- as a result of latency issues when a marketplace participant has routed multiple DAOs to a variety of marketplaces;

- when one of the marketplaces displaying an order that is involved in the lock or cross was experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate marketplace data;

- when the order locking or crossing the market was entered when the market was already crossed; and

- when an order that is posted after all displayed liquidity has been executed against and a reserve order generated a new visible bid above the displayed offer or a new offer below the displayed bid.[36]

IV. Additional Amendments

Along with the Order Protection Rule, we have made additional amendments to Regulation 21-101 and Regulation 23-101.

1. Marketplace Systems

A number of changes have been made to the system requirements for a marketplace in Part 12 of Regulation 21-101. Most of these changes update the technical descriptions of the requirements and modify the requirements to better reflect what is taking place in practice. They also address some of the concerns raised regarding standards for marketplaces.

Part 12 of Regulation 21-101 requires a marketplace to address specific issues related to capacity management, system development and testing, system vulnerabilities and business continuity. The amendments also require a marketplace to develop and maintain a more comprehensive and integrated concept of a system of internal control. The defined scope of the annual independent systems review (ISR) is to provide assurance on these same issues.

The Amendments have removed the threshold to exempt an ATS from conducting an ISR. ATSs are now required to engage a qualified party to conduct an annual independent systems review and prepare a report under subsection 12.2(1) of the Regulation. A regulator or the securities regulatory authority may consider granting an exemption from this requirement. An exemption may be granted provided that the marketplace prepare a control self-assessment and file it with the regulator. In determining whether to grant the exemption, a number of factors will be considered including: the market share of the marketplace, the timing of the last independent systems review, and changes to systems or staff of the marketplace.[37]

Changes have also been made to the requirements for marketplaces to make available their technological requirements regarding interfacing with, or accessing the marketplace and, make available systems facilities for testing access. Before a new marketplace begins operations, it must make these requirements available for at least three months and offer systems testing for at least a two-month period. If the marketplace is already operating, all material changes to these requirements must be made available for a three-month period and offer testing to these systems for a two-month period.[38] In response to public comments, we have included some flexibility so that if a marketplace must make an immediate change to address a failure, malfunction or material delay to its systems or

[36] Subsection 6.4(2) of Policy Statement 23-101.
[37] Subsection 14.1(4) of Policy Statement 21-101.
[38] Subsections 12.3(1) and (2) of Regulation 21-101.

equipment, such a change can be implemented if the marketplace immediately notifies the regulator and its regulation services provider of its intention to make the change and make the amended technological requirements available as soon as practicable.[39]

3. Transparency

Amendments have been made to Parts 9 and 10 of Policy Statement 21-101 for the purposes of clarifying the requirements under sections 7.1, 7.2, 8.1 and 8.2 of Regulation 21-101 for marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers to provide accurate and timely order and trade information to an information processor, or to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider. Such information should not be made to any other person on a more timely basis than it is made to an information processor or information vendor.

4. Information Processor Requirements and Systems

We have made amendments to section 14.5 of Regulation 21-101 and Part 16 of Policy Statement 21-101 regarding the technological requirements and obligations of an information processor. An information processor has similar requirements as marketplaces in this area including the ability to assess capacity management, system development and testing, system vulnerabilities and business continuity.[40]

Regulation 21-101 requires an information processor to provide accurate, timely and fair collection processing and distribution of information for orders and trades in securities. The CSA expect that in meeting this requirement, an information processor will ensure that all marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers will be given access on fair and reasonable terms. In addition, we also expect that no preferential treatment will be given to those providing information or those receiving information. Information should not be provided on a more timely basis to a single person or group of persons over others.[41]

As of July 1, 2009 TSX Inc. is the information processor for equity securities in Canada. CanPX is the information processor for corporate debt securities.

5. Amendments to Sections 7.2, 7.4, and 8.3 of Regulation 23-101 - Agreement Between a Marketplace and a Regulation Services Provider

Because of the development to multiple marketplaces operating in Canada, amendments have been made that ensure that information from all marketplaces will be provided to a regulation services provider so that it can effectively conduct cross market surveillance. Subsections 7.2(c), 7.4(c), and 8.3(d) require that the agreement between a regulation services provider and a marketplace mandates the marketplace to provide all information that a regulation services provider reasonably requires to effectively monitor the conduct of and trading by marketplace participants on and across marketplaces and the conduct of the marketplaces as applicable. This amendment in no way changes the existing relationship between an exchange or quotation and trade reporting system and the regulation services provider that it has retained. Instead, it clarifies our expectation that the regulation services provider will be provided with the information it needs to effectively monitor trading on multiple marketplaces and to facilitate monitoring to ensure that certain standards and obligations are uniformly met by all marketplaces that the regulation services provider surveils. These standards and obligations will include, at a minimum, monitoring clock synchronization, the inclusion of specific designations, symbols and identifiers, order protection requirements and audit trail requirements.[42]

---

39 Subsection 12.3(4) of Regulation 21-101.
40 Subsection 14.5 of Regulation 21-101.
41 Subsection 16.1(3) of Policy Statement 21-101.
42 Section 7.5 of Policy Statement 21-101.

V. IMPLEMENTATION PERIOD

The Amendments, other than those relating to the Order Protection Rule, will become effective on January 28, 2010. The Amendments relating to the Order Protection Rule (Part 6 of Regulation 23-101, Part 6 of Policy Statement 23-101 and the relevant definitions) will become effective on February 1, 2011. The difference in these dates reflects a transition period necessary for marketplaces and marketplace participants to be ready to implement the Order Protection Rule. We expect to provide further details regarding implementation in a separate notice to be published shortly.

VI. QUESTIONS

Questions may be referred to any of:

Élaine Lanouette
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 ext. 4356

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
514-395-0337 ext.4358

Tracey Stern
Ontario Securities Commission
416-593-8167

Sonali GuptaBhaya
Ontario Securities Commission
416-593-2331

Matthew Thompson
Ontario Securities Commission
416-593-8223

Doug Brown
Manitoba Securities Commission
204-945-0605

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819

Appendix A

Implementation or Adoption of the Regulations

The regulations will be implemented as:

- a rule in each of Alberta, British Columbia, Manitoba, Newfoundland and Labrador, Nova Scotia, New Brunswick, Ontario, the Northwest Territories, the Yukon Territory, Nunavut and Prince Edward Island;
- a regulation in Québec; and
- a commission regulation in Saskatchewan.

The policy statements will be adopted as a policy in each of the jurisdictions represented by the CSA.

In Ontario, the regulations and other required materials were delivered to the Minister of Finance on November 13, 2009. The Minister may approve or reject the regulations or return them for further consideration. If the Minister approves the regulations (or does not take any further action), the regulations will come into force on January 28, 2010.

In Québec, the regulations are a regulation made under section 331.1 of The Securities Act (Québec) and must be approved, with or without amendment, by the Minister of Finance. The regulations will come into force on the date of their publication in the Gazette officielle du Québec or on any later date specified in the regulation. They are also published in the Bulletin of the Autorité des marchés financiers.

In British Columbia, the implementation of the regulations is subject to ministerial approval. Provided all necessary approvals are obtained, British Columbia expects the regulations to come into force on January 28, 2010.

Appendix B

Summary of Public Comments on Proposed Amendments to *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101) and *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101)	
Comments	***CSA Responses***
Necessity of Order Protection Many commenters indicated that they believe in the importance of an order protection obligation. One commenter however, was of the view that an order protection requirement is not necessary in light of advances in direct market access technology, smart order routing technology, improved transaction cost analysis products and other technology developments in the market.	*In our view, order protection is important for maintaining investor confidence and fairness in the market, especially where there is a high degree of retail participation and an historical expectation of order protection. The advances in technology do not address these important policy objectives.*
Depth of Order Protection Some commenters expressed an opinion as to how far the order protection obligation should be applied. Two commenters favoured full depth-of-book trade-through protection. One of these commenters further explained that current technology has addressed the complexity of a full-depth obligation and stated that unless analysis of the data generated to date provides evidence of a disadvantage, the obligation should remain as is. One commenter indicated that full depth-of-book protection would not provide substantial and meaningful protection and would introduce considerable latency into marketplace systems. This commenter suggested that the appropriate level of trade-through protection should be limited to five price levels. Another commenter supported initially implementing trade-through protection for top-of-book quotes only and expanding the obligation later on. One other commenter suggested protecting more than top-of-book but less than full depth-of-book. Some commenters had concerns about the implementation costs of a full-depth requirement.	*As discussed in the Canadian Securities Administrators Notice of Amendments to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and Regulation 23-101 respecting Trading Rules (Notice), after review and analysis of the comment letters and the information and recommendations provided by the Implementation Committee (for details on the Implementation Committee, see Part II of the Notice) we have decided to maintain full depth-of-book protection. We believe that it is important for investors to know that any order they enter on a marketplace will be executed before an inferior-priced order.*
Fees One commenter suggested that the trading fees regime should be broadened to an "access	*We have removed the trading fee limitation requirement but have added language to*

fees" regime that restricts the fees a marketplace may charge other markets and smart order routing vendors for displayed "protected quote data" that they are obligated to consume to enforce order protection obligations.	*sections 7.1 and 8.2 of Policy Statement 21-101 to further explain certain factors the Canadian securities regulatory authorities will consider when determining if a marketplace's fees unreasonably condition or limit access to its services.*
Commenters requested two clarifications with respect to fees: (1) that marketplaces are not restricted in setting fees for non-protected or specialty order types that are not executed strictly to comply with trade-through, such as benchmark orders, where the market participant elects to use such order types and (2) that a marketplace cannot discriminate based on the order's originating marketplace and that imposing different terms on orders depending on the identity of the originating marketplace should also not be permitted.	*We also note that a marketplace is prohibited from imposing terms that discriminate between orders that originate on that marketplace and those that are routed to that marketplace under section 10.2 of Regulation 21-101.*
Protected Orders	
One commenter submitted that the definitions of "protected bid" and "protected offer" as proposed need to be narrowed to include only those orders that are required to be provided to an information processor or information vendor. The following language was suggested: "…about which information is <u>required to be</u> provided pursuant to Part 7 of Regulation 21-101 to an information processor…".	*We agree and have made this suggested amendment.*
Enforcement	
A number of commenters requested clarification as to how the order protection obligation will be monitored and enforced. A commenter also called for meaningful fines or other penalties.	*We will be providing further information as to how the order protection obligation will be monitored and enforced in a subsequent notice prior to the implementation of the Order Protection Rule.*
Implementation of Order Protection Requirement	
One commenter specifically noted that the CSA should consider whether the industry is currently able to comply with the proposed requirements, and if not, whether additional time to develop the appropriate tools will cure their lack of ability to comply. This commenter also added that flexibility in implementation is needed to accommodate the various interests and levels of sophistication.	*We have been consulting with industry with respect to this issue and expect to provide a more detailed implementation schedule shortly.*
Locked and Crossed Markets	
One commenter stated that unless there is a prohibition on intentionally locking or crossing markets, marketplaces will have a	*We agree that there should be a prohibition on intentionally placing orders that lock or cross the market and have included this prohibition*

difficult time implementing technology systems to comply with order protection requirements. Some solutions suggested by commenters included: (1) marketplaces should automatically re-price orders to prevent them from locking or crossing another market and (2) a designated information processor should be used to address or minimize locked and crossed markets.	*in section 6.5 of Regulation 23-101.*
Trading Hours	
Some commenters cited that the application of order protection should only be required during regular trading hours and one commenter specifically suggested that that trade-through protection should be required either: (1) during the regular trading hours of 9:30 a.m. and 4:00 p.m. or (2) during such period of time when more than one marketplace operating a transparent continuous order book is open for trading .	*We are of the view that the order protection obligation is in effect if there are two or more marketplaces with protected orders open for trading. However, under paragraph 6.2(e) of Regulation 23-101, a marketplace would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs during its after hours trading session where the price is established by that marketplace during its regular trading hours.*
Technology Systems Requirements	
The comments with respect to the proposed technology systems requirements were mixed. One commenter indicated that the increased detail proposed is generally useful and another was in favour of the proposed requirement for alternative trading systems (ATSs) to perform an annual independent systems review. One commenter suggested imposing requirements to prescribe specific disaster recovery standards and for the CSA to consider establishing minimum standards to be met by marketplaces in the event of non-disaster systems incidents. This commenter submitted that a "reasonable" disaster recovery plan is not sufficient and more detailed standards are required to address incidents that create systems outages. Another commenter indicated that ATSs should publish a full description of their fill allocation methodology in order for routing marketplaces to adequately adapt their routing logic in a way that will provide for the most effective execution of the trade-through obligation. Two commenters believed that the proposed requirements are too prescriptive and onerous. One of these commenters suggested that the level of requirements should be related to the complexity of the business and reliance by	*We are of the view that the proposed technology systems requirements are necessary and important in order to update the existing requirements and to better reflect current practice.* *With respect to the suggestion that specific disaster recovery standards be set, we will consult with industry regarding a more detailed marketplace protocol to follow when experiencing systems issues in the context of the systems issues exception.* *With respect to the comment that an exception clause be added to allow a marketplace to expedite material technology changes if deemed necessary, we agree and have amended paragraph 12.3 (4) of Regulation 21-101 accordingly.*

others on the system. With respect to the proposed notice and testing time periods, one commenter indicated that these time periods should not be prescribed but should be stated in terms of what is reasonable or appropriate under the circumstances while another commenter suggested shortening the time periods to 60 and 30 days and advised that an exception clause be added that would allow a marketplace to expedite material technology changes if deemed necessary in the circumstances.	
Fill-or-Kill Orders	
Two comments were made in relation to "fill-or-kill" orders. One commenter noted that "fill-or-kill" and "fill-and-kill" are terms that are used interchangeably and have different meanings in different jurisdictions. This commenter suggested that the CSA's definition of "fill-or-kill" or a description of such an order's functionality be included in the amendments. Another commenter suggested that the definition of "automated functionality" be revised to replace the references to "fill-or-kill" with "immediate-or-cancel" as this is the term that is consistently used throughout marketplaces in the U.S.	*We have replaced the term "fill-or-kill" with "immediate-or-cancel" in Regulation 23-101 to avoid any possible confusion and better reflect industry practice.*
Agreement between Marketplace and Regulation Services Provider	
One commenter indicated that the amendment to subsection 7.2(c) of Regulation 23-101 should be redrafted so that it does not reference that a regulation services provider monitors an exchange.	*These amendments clarify our expectation that a regulation services provider shall receive information it considers necessary from the marketplace participants and marketplaces it surveils to effectively monitor trading on multiple marketplaces. In addition, we expect that because it has the infrastructure in place to do so, IIROC will monitor certain aspects of a marketplace's compliance with respect to a limited number of applicable regulatory requirements including, order protection and clock synchronization.*
Onus of Order Protection Rule	
One commenter argued that the obligation of order protection should rest on dealers if a marketplace passes the obligation on. Another argued that the obligation should be on dealers and possibly on non-dealer subscribers, and a third supported placing the obligation only on dealers and non-dealer participants as an	*We continue to be of the view that the Order Protection Rule is best implemented at the marketplace level. The CSA have decided to shift this obligation to a marketplace level as opposed to a dealer-level to level the playing field that currently exists in Canada because the UMIR Best Price Rule only applies to*

alternative to allowing dealers to assume the responsibility for themselves. One advocated allowing marketplaces to transfer or download the obligation to dealers because regulations in the U.S. allow marketplaces to either pass on part or all of the obligation to marketplace participants and that a marketplace may be required to take action which can have the impact of contradicting a decision made by the dealer with the purpose of complying with their fiduciary obligation. This commenter also cited several difficulties with moving the order protection obligation to marketplaces which included that the speed of trading would be dictated by trading venues and that a market participant's use of inter-market sweep orders (ISOs) would need to be overseen in addition to trading on foreign markets in order to determine compliance with the anti-avoidance provision. A commenter stated that cost and technology concerns of placing the obligation on dealers and non-dealer subscribers have already been addressed in practice by many dealers. However, a different commenter noted that not all dealers have found solutions.	*dealers but not to non-dealers who are ATS subscribers. The Order Protection Rule makes all participants in the market subject to the rule. In addition, there are fewer marketplaces than dealers, and we are of the view that a marketplace level obligation is more efficient.* *However, we have provided for the ability of dealers to maintain control of their order flow by using a directed-action order.*
Filing of Order Protection Policies and Procedures One commenter noted that the requirement to file policies and procedures relating to the prevention of trade-throughs and any material changes at least 45 days prior to implementation decreases the flexibility of a marketplace to adapt to events as they occur and that it is not clear why these policies and procedures should be treated any differently than any other policies or procedures.	*We acknowledge that there may be circumstances where a marketplace may need to change its order protection policies and procedures in a prompt manner. We therefore note that an application requesting an abridgement of this timeframe would be a viable alternative to the legislated timeframe.*
Application of Order Protection Obligation to Active and Passive Orders One commenter requested clarification as to whether the order protection obligation applies to both active orders and passive orders sitting in the book. This commenter noted that the definition of "protected order" excludes special terms orders if passive. This commenter also noted that as the value of special terms orders is different than the value of trades executed on standard terms, there is no reason for the distinction between passive and active and concluded that all special terms trades should be excluded from the definition of a "protected order".	*There is no distinction between passive and active orders under the definition of "protected order".*

Trade-through Exceptions Systems Failure One commenter pointed out that both order entry malfunctions as well as data malfunctions could force a routing marketplace to claim "self help". This commenter also noted that a marketplace could reasonably conclude that another marketplace is experiencing systems issues when in fact there is a connectivity breakdown between the two marketplaces. As well, this commenter suggested that marketplaces would need to act reasonably together and with third party suppliers to rectify this disconnect. In addition, this commenter also suggested that there should be a requirement for each marketplace to document and retain, in an auditable manner, the data that contributes to the marketplace's decision to cease routing to another marketplace.	*We agree that marketplaces will need to act reasonably together and with third party suppliers in the event there is a problem in the communications lines between marketplaces. Relying on 6.2(a) of Regulation 23-101, a marketplace may cease routing to another marketplace if it reasonably concludes that the other marketplace is experiencing systems issues. As well, each marketplace would be expected, as part of its policies and procedures under Part 6 of Regulation 23-101 to document and retain data that contributed to its decision to cease routing to another marketplace.*
Inter-market Sweep Order (ISO) Requirements One commenter indicated that there should not be any additional steps imposed on a marketplace to verify an ISO order as long as a marketplace feature exists to check for an ISO marker and execute and route accordingly.	*We confirm that a marketplace that receives a directed-action order (previously referred to as an inter-market sweep order or ISO) will not have to perform any additional steps to verify it is a bone fide directed-action order but instead merely needs to check for the appropriate marker and execute and/or route or book accordingly. Its policies and procedures must outline what steps it will take upon receipt of a directed-action order.*
Certain commenters requested further guidance on the use of ISO orders, particularly with respect to who bears the regulatory burden in this instance and which regulator will be enforcing these rules.	*We have included a specific requirement with respect to a marketplace participant's responsibility when using a directed-action order in section 6.4 of Regulation 23-101 and provided more detailed guidance in the policy statement as to the regulatory obligation and how it should be met by the marketplace participant.*
Anti-Avoidance A few commenters supported the inclusion of an anti-avoidance provision.	*We agree there should be an anti-avoidance provision and have included this provision in section 6.7 of Regulation 23-101.*

Question 1: Should marketplaces be permitted to pass on the trade-through protection obligation to their marketplace participants? If so, in what circumstances? Please provide comment on the practical implications if this were permitted.	
Comments	***CSA Responses***
The majority of commenters responding to this question were of the view that marketplaces should not be permitted to pass on the order protection obligation to marketplace participants except in certain circumstances. Some of these commenters indicated that when certain exceptions to the trade-through protection rule such as inter-sweep market orders and systems failure are triggered, it would be appropriate for dealers to assume the order protection responsibility for their orders. Three commenters were in favour of allowing marketplaces to pass on all or part of the order protection obligation to dealers. One commenter noted that this is the approach taken in the U.S. Another commenter was of the view that there is no useful purpose in prohibiting marketplaces from using any particular alternative for meeting the trade-through protection obligation.	*The CSA agree with the majority of commenters that marketplaces should not be permitted to pass on the order protection obligation to marketplace participants.* *However, if a marketplace participant sends a directed-action order, the order protection obligation is shifted to that marketplace participant.* *We also note that if a marketplace participant initiates the systems issues exception, we would expect that it could, among other things, send its orders to another marketplace, relying on the marketplace's order protection obligation, or choose to send a directed-action order. Sending a directed-action order would relieve the marketplace of its order protection obligation.*

Question 2: What length of time should be considered an "immediate" response by a marketplace to a received order?	
Comments	***CSA Responses***
Three commenters suggested that an immediate response could be considered to be any response time less than one second. One commenter suggested that an "immediate" response time should be interpreted as less than 50 milliseconds and another mentioned that 20 milliseconds or less should be used as a limit. Certain commenters were of the view that it is inappropriate to fix a particular time increment since the evolution in technology will change what is considered reasonable over time. These commenters suggested that a more appropriate measure of immediacy should be put in relative terms to the performance of other marketplaces or an agreed upon benchmark. Two commenters believed that the best approach is for marketplaces and market participants to include what constitutes an immediate response time in their written policies and procedures.	*We have decided not to attribute a specific time period to the word "immediate" but instead expect that marketplaces and marketplace participants will evaluate whether a response is "immediate" in the context of the type of order sent (electronic or manual) and the relative response time of other marketplaces.* *We will consult with industry to flesh out a consistent approach and develop a protocol to be followed by marketplaces and marketplace participants. We would expect the protocol to be reflected in the policies and procedures of marketplaces and marketplace participants.*

One commenter indicated that marketplaces should provide the same speed of execution of ISO's as they do for other orders to ensure a prompt response to ISO's.	
Question 3: Are any additional exceptions necessary?	
Commenters indicated that consideration should be given to: • how block trades may be executed in light of the proposed requirements; • routing of ISOs after cancellations, short sales and odd lots; • expanding the definition of "Calculated Price Order" to include "basket trades" where parties to a transaction agree to a price for a basket of securities where no single security makes up a substantial proportion of the basket; • situations where a buyer wishes to remain under 9.9% (or 5% where a bid is already present or for inter-listed shares) in the context of toe-hold purchases; and • situations where a buyer must, remain below a specified level prescribed by law. <u>Contingent Orders, Internal Crosses</u> One commenter indicated that contingent orders and internal crosses should be exempted from the trade-through protection rule.	*Upon consideration of the suggestions received by commenters and the recommendations from the Implementation Committee, we have decided to add language to clarify a number of exceptions.* *Please see section 4(b) in Part III of the Notice for a full discussion of these changes.*
<u>Systems Issues Exception</u> Some commenters indicated that the systems issues exception should place a higher standard on marketplaces to be more transparent regarding the systems problem they are experiencing and demonstrate that they have resolved the systems issues.	*Marketplaces are required to provide notice of the problems under section 6.3 of Regulation 23-101 and we expect that they will issue a notice once the problems have been resolved. Details of how to declare a systems issue and actions to be taken in response will be fleshed out in a protocol.*
<u>Negotiated Trades</u> Two commenters indicated that an exception should be provided for negotiated trades. One commenter specifically mentioned that the negotiation system should only prohibit any bid or offer outside the spread at the time the bid or offer is made, but be permitted to execute the trade if the bid or offer moves outside the spread at the time the bid or offer is accepted by the counter-party (i.e. 20 seconds later).	*This issue was discussed by the Implementation Committee. Please see our response to this recommendation in subsection 4(b)(iii) in Part III of the Notice.*

<u>Odd Lot Orders</u> One commenter submitted that odd lot orders should not receive trade-through protection because to grant such protection would be unmanageable from a routing perspective and could result in higher clearing costs if market participants were required to execute against non-standard trading units.	*Order protection only applies to orders that are in the regular book. If odd lot orders are listed outside of the regular book, they would not garner order protection.*
<u>Additional Exceptions</u> Two commenters stated that while there did not appear to be any other additional exceptions necessary at this point, the CSA should remain open to re-assessing the rules as issues arise.	*We agree and once the Order Protection Rule is implemented, we will monitor the market to discern if any additional exceptions are required.*
Question 4*:* Please comment on the various alternatives available to a marketplace to route orders to another marketplace.	
The following have been suggested as alternatives to marketplaces routing orders to another marketplace: • marketplaces could be directly linked. Some of the commenters indicated that this could be done by marketplaces becoming members or subscribers of all the protected marketplaces through dealer entities, however it was mentioned that the cost of establishing these dealer entities would be significant; • one commenter expressed a concern about the above-mentioned alternative, specifically with respect to if a marketplace acts as a jitney for its participants, it would have to reveal the participants' codes and suggested that a marketplace should be able to transmit jitney orders under the marketplace's code instead; • new ATSs could display their quotes through a self-regulatory organization such as done through NYSE or NASDAQ in the U.S.; • an in-house or related-party capability to smart order route, license a stand-alone third-party capability to smart order route, price improve the order to a non-offending price level or reject a potentially offending order;	*We thank all commenters for their suggestions on the alternatives available to a marketplace to route orders to another marketplace. In addition, we expect that the industry will further discuss the possible methods to be used to route orders.*

• route an order intact, including the broker ID; and • adjust the definition of "jitney order" so that a participant of a marketplace could execute trades for other market participants that are not necessarily members of, or have an agreement with the marketplace where the trade is executed.	
Question 5: Should the CSA set an upper limit on fees that can be charged to access an order for trade-through purposes? If so, is it appropriate to reference the minimum price increment described in IIROC Universal Market Integrity Rule 6.1 as this limit?	
Comments	***CSA Responses***
A few commenters agreed that an upper limit on fees that are charged to access an order for order protection purposes should be set with one commenter specifically stating that the UMIR Rule 6.1 limit was appropriate, another indicating that the $0.003 fee limit used in the U.S. is appropriate and yet another stating merely that the access fee should be nominal. A number of other commenters however, were of the view that a strict fee cap should not be set. One commenter indicated that the adoption of a principles-based approach would be preferable to establishing a strict fee cap and another indicated that this issue will be addressed by market competition. Another commenter cited that the CSA must adopt procedures to prevent marketplaces from establishing fee models which take advantage of the order protection requirements by paying large credits for liquidity with the intention of charging high fees for orders routed pursuant to the order protection obligation. Another commenter suggested that the CSA define what would constitute a pricing abuse warranting an explicit fee cap and move to implement any necessary rule change only if there is clear evidence that such pricing abuses are occurring or are imminent based on announced pricing changes. Certain other commenters supported taking marketplace fees into account when determining best price or determining routing table priorities. Several commenters supported the principle of non-discriminatory fees.	*We note that in addition to these comments, the CSA also took into account the Implementation Committee's recommendation to include a specific cap on trading fees as part of the Order Protection Rule when determining the final rule regarding fees. Please see section 4(d) of the Notice for further details.*

Question 6: Should there be a prohibition against intentionally creating a "locked market"?	
Comments	***CSA Responses***
The majority of commenters responding to this question indicated that there should be a prohibition against intentionally creating a locked market. One commenter further suggested that this prohibition should be applied to all market participants including marketplaces to protect the integrity and function of the market as a whole. Some commenters supported this position by stating that the prohibition of intentionally locking markets is consistent with U.S. regulation and that deliberately locking markets to generate fee rebates is acting contrary to the best interests of the marketplace as a whole. A number of commenters stated that intentionally locking markets may constitute manipulative and deceptive trading. Another commenter supported the effort to address the problem of locked markets but expressed the view that it should be the self-regulatory organizations that should regulate and enforce this subject matter. One suggestion to deal with locked markets included requiring marketplaces to move the sell-side orders to match the buy orders or take the locked order and move it to the marketplace that posted the passive order. Other commenters were not in favour of such a prohibition. These commenters indicated that a locked market does not pose the same policy issues as does a crossed market and that the only policy objection to a dealer intentionally locking a market is a best execution concern, namely a client has requested expeditious execution of an order but instead of immediately executing the order the dealer posts the order on another marketplace and increases the risk that the client's order may not execute at the desired price. A commenter also pointed out that while CSA staff may believe that prohibiting locked markets in all instances will improve liquidity, liquidity cannot be created by forcing dealers and their clients to trade. This commenter further explained that many participants will hold back on making their bids and offers and	*We agree with the majority of commenters responding to this question and have maintained the prohibition against intentionally placing a "locking" order on a marketplace in section 6.5 of Regulation 23-101. The section is meant to capture the situation where a marketplace participant intentionally enters an order that locks or crosses a particular marketplace or the market as a whole.* *Additional guidance has been included in section 6.4 of Policy Statement 23-101 to provide more detail as to which circumstances would be considered to be an unintentional locking or crossing of the market.*

wait for the market to move away to permit them to post on a cheaper execution venue.	

12

SUMMARY OF PUBLIC COMMENTS ON PROPOSED AMENDMENTS TO REGULATION 23-101 RESPECTING MARKETPLACE OPERATION AND REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

List of Commenters

1. Alpha ATS
2. BMO Nesbitt Burns Inc.
3. Canadian National Stock Exchange
4. Canadian Security Traders Association Inc.
5. CanDeal
6. Chi-X Canada ATS Limited
7. CIBC World Markets
8. Investment Industry Association of Canada
9. ITG Investment Technology Group
10. Liquidnet Canada Inc.
11. Omega ATS
12. RBC Asset Management Inc. and Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.
13. RBC Dominion Securities Inc.
14. TD Asset Management
15. TD Securities Inc.
16. Simon Romano
17. TMX Group Inc.
18. TriAct Canada Marketplace

Appendix C

Report of the Implementation Committee Regarding Potential Material Changes to the Proposed Trade-Through Protection Rule

Committee Members	Chair, Belzberg	Chris Sparrow	Liquidnet
Judith Robertson			
Michael Brady	Alpha	Mark Armstrong	National Bank Financial
Randee Pavalow	Alpha	Nadyne McConkey	National Bank Financial
AnneMarie Ryan	AMR Associates	Fera Jeraj	National Bank
Doug Clark	BMO Capital	Al Kovacs	Financial
James Ehrensperger	Markets	Michael Sheridan	National Bank
Jenny Drake	BMO Capital	Mario Josipovic	Financial
Tal Cohen	Markets	Greg King	Norstar Securities
	CCL Group		Omega
	Chi-X		Omega
Matthew Trudeau	Chi-X	Spencer	Raymond James
Kevin McCoy	CIBC	MacCosham	RBC
Cindy Petlock	CNSX Markets	Kelley Hoffer	RBC
Richard Carleton	CNSX Markets	Greg Mills	Scotia Capital
Sonny Lennon	CSTA	Vanessa Gardiner	TD Newcrest
Martin Hakker	Fidessa	Peter Haynes	TD Newcrest
Iven Bryer	Fidessa	Ray Tucker	TMX Group
Steve Harvey	Fidessa	Deanna Dobrowsky	
Darren Sumarah	Goldman Sachs	David Chmelnitsky	
Shawna Katan	Haywood Securities	Tim Thurman	
Susan Copland	IIAC		
Stephen Plut	ITS		
Torstein Braaten	ITG		
Jim Davies	IRESS		
Dave Mulder	IRESS		

The Implementation Committee identified 5 areas in the proposed rule where desired changes could rise to a level of materiality that would require a republication of the rule ("material changes"). We created a sub-committee to address each of these areas. The sub-committees were open to participation from all members of the Implementation Committee. They met to discuss the issues at least twice. The results of those discussions were presented and further discussed by the full Implementation Committee at least twice. The results of the sub-committee deliberations are included as Appendix A.

This report summarizes the concluding discussion of the Implementation Committee regarding the 5 areas of potential material change. In some circumstances, we have been able to create a specific recommendation(s). In others areas, a consensus conclusion was not possible. However, even where we were unable to agree on conclusions, we agreed on many of the supporting arguments. We have included this information to provide insight for the regulators and a direction of further investigation to assist in their deliberations.

1. Anti-Avoidance
   - Recommendations
     i. The anti-avoidance provisions in the proposed rule and the proposed IIROC rule should be harmonized. This will ensure that all marketplace participants are operating under the same rule set.
     ii. It should contain prescriptive language, rather than remain principle based.
     iii. It should not constrain normal cross-border trading activities, or be in conflict with best execution decisions. It should be expressly limited to large, pre-arranged trades.

iv. The CSA rule should reference the IIROC rule in some way to ensure continued harmonization and to allow for more timely changes to dollar amounts etc., as warranted.
v. Proposed wording is included as Appendix B.

2. Exceptions
   - Recommendations
     i. One additional exception should be considered to address the situation where a trade is negotiated off-marketplace, in a manual manner. The exception would recognize that the parties to the trade could have negotiated the trade price to be within the NBBO at the time of the trade, but the market may have moved by the time the trade is posted, creating the appearance of a trade-through.
     ii. The exception should include the concept of a "look back" i.e. the parties can look back to market levels up to 10 seconds prior to the trade print for the purposes of compliance with trade-through.
     iii. The CSA should consider other constraints to this exception to avoid the potential for gaming or abuse. Many members were concerned about the seeming contradiction in creating an exception to accommodate manual trading when the general thrust of regulatory oversight is to migrate towards electronic audit trails and transparent, on marketplace, trading. For example, the rule should clearly define at what point the time clock starts. In some instances, (e.g. Liquidnet) the time of the trade is clearly captured by an electronic system whereas in other instances (e.g. phone based trading) the time of trade is not electronically captured. Another constraint to consider would be a size constraint. This exception is not necessary for normal course trading and should be restricted to exceptional circumstances like block trades.
     iv. It was recognized that there would need to be harmonization with the UMIR wording which defines a trade occurring at the point it is printed on a marketplace.
     v. The Committee thought the US rule of basing the look-back window around the time the trade was entered into an automated system had merit, but did not agree that 20 seconds was necessary or that the exception should only apply to agency block trades. The point was made that in the Canadian market, dealer capital has historically played a more important role than in the US and that there are circumstances where one block sized order is matched by several smaller, non-block orders.
     vi. It is expected that there may be additional exceptions that will only be surfaced when the mechanics of implementation are more fleshed out. The CSA should imbed a simplified mechanism for adopting additional exceptions in the future, as needed. It should be noted that in the US experience, there were 17 additional exceptions granted after the rule was made final.

3. Dealer Responsibility
   - Recommendations
     i. The Committee believes that there are circumstances where a market participant would prefer not to rely on the routing mechanisms of a marketplace to ensure compliance with the trade-through rule. Therefore the proposed rule should be amended to set out the requirements more specifically when market participants choose to assume the responsibility for trade-through compliance. It is important to note that while the Committee used "dealer responsibility" as shorthand, the recommendation applies to all market participants, including access persons.

ii. The key reason is the recognition that some market participants may invest in specialized routing technology for competitive purposes. They desire the freedom to use their specialized technology and ignore the routing technology of the marketplace, provided that they can ensure the same standard of compliance.
iii. The suggested solution is to create a voluntary marker called an IEB ("Immediately Execute and Book"). This marker would signal to the marketplace that they need not enforce trade-through for that particular order, but should execute immediately and book the remainder or book the order without checking prices on other marketplaces.
iv. The Committee confirmed that the dealer would be responsible for trade-through compliance if a DMA client selected the IEB marker.
v. One issue that was raised by the Committee for consideration by the CSA was what the marketplace should do if booking the remainder of the IEB order would result in a crossed market.
vi. The subcommittee created a draft language proposal for inclusion in the rule (attached as Appendix C).

4. Depth-of-book

- Recommendation – The Committee recommends that the CSA oversee an independent review of the costs and benefits of full depth-of-book versus top-of-book. The Committee members are willing to assist through providing data and their particular views, however it must be recognized that each individual member's cost position will be different, competitive issues will have influence on responses and an over arching view is beyond the scope of this Committee. However, while the Committee is supportive of further research to guide the policy conclusions, there is no appetite for adding delay to this already lengthy process. Therefore, the CSA should only accept this recommendation if it is possible to conduct the further research in a timely manner.
  i. The Committee was split on its views on whether the CSA should consider limiting the protected orders to the top-of-book. While there were many strongly held views supporting a full depth-of-book standard among the dealers, marketplaces and vendors on the Committee, it is recognized that opinions on this matter in the dealer community appear to have shifted to supporting top-of-book, as evidenced by the IIAC survey results. It is further recognized that the Committee is lacking a full representation of buy-side, retail investors and smaller dealers. There was no support for a standard which incorporates an arbitrary number of levels.
  ii. There was agreement on many of the decision inputs; however different conclusions were drawn depending on the facts and weighting given.
  iii. The Committee agreed that depth-of-book protection was more complete and philosophically consistent with some of the policy objectives of the CSA.
  iv. The Committee agreed that depth-of-book was more complex and potentially more costly to the industry in aggregate. The Committee's view on costs is an industry wide perspective and includes the specific costs of implementing the rule which will vary by entity, plus the on-going costs of monitoring and enforcing the rule.
  v. The differences arose around the conclusions of whether the incremental protection of full depth was sufficient to justify the incremental costs.
  vi. The benefits of full depth are difficult to quantify, but a change from this standard would represent a change from the current

standard which may contribute to the perception of a lower level of investor protection.

vii. The incremental costs of full depth over top-of-book are also disputed and vary across participants and marketplaces. It is acknowledged that the current regime is a full depth-of-book regime, although this standard is not currently strictly enforced. Therefore the cost of implementing either full depth or top-of-book for each party (marketplace, vendor, and participant) from this point will depend on what they have currently put in place and whether the final rule is a change from the status quo.

viii. The Committee requests the CSA facilitate the research which may allow a greater consensus on this topic. An independent cost-benefit analysis, including the on-going costs of enforcement, data and impact on market structure would be extremely helpful. However, the Committee is not supportive of this additional research adding delay in the implementation of this rule. Below are some of the issues we recommend be further researched.

i) Latency – there is a concern that the requirement to exhaust full depth will contribute to the latency associated with routing for trade through. If the trader must wait for the slowest market to respond multiple times they risk missing liquidity on other markets. What are the mitigations available to ensure that latency does not unduly disrupt trading e.g. self help, minimum standard for response time for marketplaces?

ii) Enforcement – The costs of depth-of-book protection increase with a higher standard of enforcement. At the extreme, a zero-tolerance, trade by trade enforcement of full depth would be significantly more costly than a "pattern of behaviour" standard. What will the enforcement model require to ensure compliance? Will this be consistently applied between the CSA and IIROC?

iii) Record keeping and data – What are the standards of record keeping, audit trail and data storage required to protect against trade-throughs and ensure the ability to prove this when challenged? The requirement for full depth data for all markets solely for the purpose of trade-through compliance is significantly more costly than a top-of-book regime. Will the information processor supply sufficient data at a reasonable cost to allow regulatory compliance?

iv) Investor confidence/price formation – The majority of the current routing technology in Canada is iterative. With the increasing proportion of ELP providers the market structure may be changing. Depending upon the specific capabilities and speed of the order routers, the result may be that the market's ability to comply with trade through is *de facto* top-of-book. The orders that are actually protected may be ELP or hidden (iceberg) orders because they can replenish the top-of-book faster than an iterative order router can take out orders farther down the book. If this scenario is the norm, will the CSA find this outcome acceptable or will they look to create enforcement or other measures that will require additional costs to ensure those orders below the top are actually taken out e.g. requiring spray routers?

v) Block trades – There was a greater agreement, even among those favouring top-of-book, although still not a consensus, that a pre-arranged, block trade that would trade through several price levels should provide some liquidity for those orders lower in the book, as is done now. This could be possibly achieved with a hybrid structure (e.g. top-of-book for standard trades and full depth for blocks), a consistent application of the

anti-avoidance provision and a stricter enforcement of the best execution requirements. Would the CSA consider whether this hybrid structure would accomplish enough of the benefit of full depth-of-book with lower costs to the industry?

vi) Best execution – Those members favouring full depth-of-book are concerned that, if the CSA selects a top-of-book solution, enforcement of best execution would need to be significantly increased. A cohesive enforcement regime of best execution and the anti-avoidance provisions would mitigate the lower level of order protection. What are the CSA and IIROC plans for monitoring and enforcing best execution?

vii) Intersection with other rules - There is the potential that a depth-of-book standard increases the complexity and cost of compliance with other trading rules. For example, the recent costs incurred by marketplaces, vendors and participants to accommodate the bypass marker would not have been incurred if the standard was a top-of-book. Are there other areas where we can anticipate increased costs to accommodate the intersection of trade through with other rules?

5. Fee Caps
   - Recommendations
     i. The Committee agreed that including fee caps for trading fees in the proposed rule was advisable. While the marketplaces generally felt that competitive forces were adequate to govern trading fees, they acknowledged the concern of market participants and were willing to accept a reasonable constraint.
     ii. Given the concerns of the market participants, the Committee agreed that the proposed level of fee cap referencing a trading increment was not the most appropriate.
     iii. One proposal that the Committee suggests the CSA consider is a model similar to the US model of a set price for stocks trading above $1 and a % of share price for stocks trading below $1.
     iv. Although there were concerns regarding access, data and routing fees, the Committee did not believe it was necessary to impose any other fee caps at this time.

Appendix A - Report of the Implementation Committee

Trade-through Implementation Committee Recommendation Summary

SUB-COMMITTEE	MANDATE	SUBCOMMITTEE RECOMMENDATION(S)	OTHER VIEWS EXPRESSED	FINAL IMPLEMENTATION COMMITTEE RECOMMENDATION
Anti-Avoidance	To determine whether the anti-avoidance provision in the proposed rule is adequate, or additional requirements, as proposed by IIROC, are necessary.	1. Suggested changes to UMIR were presented (attached at TAB A). Prescriptive language in the ATS Rules rather than a principles-based rule was recommended. Clarity should be provided around the rules that regulators are concerned about large pre-arranged trades taking place in other jurisdictions and not trades of smaller size.	Other views expressed were that: - it would be better to use a relative metric because hard dollar values will need to be updated in time; and - a prescriptive rule should be included in UMIR that can be referenced in the ATS Rules. This would allow for quicker updates when needed.	
Exceptions	To determine whether there were gaps in the proposed rule that should be addressed through additional exemptions.	1. A 10 second look-back for pre-arranged trades was recommended. This look back exception would allow markets to print a pre-arranged trade outside the NBBO at the time of the print as long as: (a) the price was within the NBBO at the time the trade was agreed to, and (b) the trade is printed by a marketplace within 10 seconds of when the parties agreed to the trade.	A contrary view was expressed that Recommendation #1 goes against the principles of trade-through protection and will have a negative impact on price discovery.	

SUB-COMMITTEE	MANDATE	SUBCOMMITTEE RECOMMENDATION(S)	OTHER VIEWS EXPRESSED	FINAL IMPLEMENTATION COMMITTEE RECOMMENDATION
		2. The CSA should be able to adopt additional exceptions quickly, without the need for a long comment period, should a need present itself.		
Dealer Responsibility	To determine: - the extent of a dealer's responsibility with respect to preventing trade-throughs when relying on an ISO or systems exception; - the extent of a marketplace's responsibility in those circumstances; and - whether marketplaces should have the ability to rely on a dealer (or other participant) to take responsibility for compliance with the trade-through protection rule.	1. Presented revised language (attached at Tab B) to the proposed rule that: - introduces an "immediately execute/book" (IEB) order where a receiving marketplace would be required to immediately execute the order with any remainder to be booked and not implement its own policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs; - provides for IEBs to be used in conjunction with by-pass and immediate-or-cancel markers, depending on the sender's objectives; and - requires a marketplace or marketplace participant using an IEB to have policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs that include the use of such an order.	Alternative language was presented (attached at Tab C) that does not materially change the recommended language but clarifies that after entering an IEB, one or more additional orders of sufficient volume must be routed, as necessary, to protected marketplaces with a better price to the IEB.	

2

SUB-COMMITTEE	MANDATE	SUBCOMMITTEE RECOMMENDATION(S)	OTHER VIEWS EXPRESSED	FINAL IMPLEMENTATION COMMITTEE RECOMMENDATION
Depth of Book	To examine the proposal to continue a full depth-of-book trade-through obligation or whether there are policy reasons to impose it at a lesser depth (top-of-book or multi-levels).	1. Suggested maintaining full depth of book protection for the following reasons: - best alternative for maintaining investor confidence and maintaining the incentive to contribute to the price discovery process; - technology considerations should serve the market and its regulatory requirements; - SORs currently operating protect full depth of book; and - comparison with U.S. top of book requirement is not valid given the significantly greater number of trading venues and greater liquidity in U.S.	Others held that top of book protection is preferable to full depth because: - most SORs operate in an iterative, top of book approach; - it is a more practical way to regulate trade-through requirements; - investor confidence has not suffered in U.S. or Europe; - marketable orders typically exhaust 2 or 3 price levels making full depth of book protection unnecessarily onerous for the marginal protection it would provide over top of book protection; - it is important to consider limits and costs of technology; and - the latency of some marketplaces and race conditions could cause trade-throughs in a full depth of book environment,	

3

SUB-COMMITTEE	MANDATE	SUBCOMMITTEE RECOMMENDATION(S)	OTHER VIEWS EXPRESSED	FINAL IMPLEMENTATION COMMITTEE RECOMMENDATION
Fee Caps	To determine whether the proposed fee cap in the CSA amendments was appropriate and if not, what alternatives are available.	There was no agreed upon recommendation from the subcommittee.	Certain members of the sub-committee recommended: - the proposed cap for stocks should be a fee less than one half of one tick increment; - the use of a net pricing model; - fees should be capped for stocks priced under $1.00 using a percentage of the price.	

4

Appendix B – Report of the Implementation Committee

Anti-Avoidance Committee - Suggested changes to UMIR Anti-avoidance

(3) The exemption provided for in clause (d) of subsection (2) is unavailable if the order to be executed on the foreign organized regulated market would avoid execution against a better-priced order on a marketplace pursuant to Part 6 of the Trading Rules had the order been entered on a marketplace rather than the foreign organized regulated market and the order is on behalf of a Canadian account denominated in Canadian funds and is:

(a) part of an intentional cross;

(b) part of a pre-arranged trade;

(c) for more than 50 standard trading units; or

(d) has a value of $250,000 or more.

Appendix C – Report of the Implementation Committee

Page 4.(iv) Visible Orders
The Proposed Trade-through Protection Rule would only apply to orders or parts of orders that are visible. In other words, the orders would have to be displayed by the marketplace and information about them would have to have been provided to an information processor or information vendor.

In addition, hidden orders or those parts of iceberg orders that are not visible would not be protected. Currently, the manner by which "dark" portions of orders in an otherwise transparent order book would be avoided is by using the "bypass" marker introduced by IIROC.12 The bypass marker signals to the marketplace that the order routed to the marketplace should not execute against any hidden liquidity.

Page 4.(b) "Permitted" Trade-throughs
The overall purpose of trade-through protection is to promote confidence and fairness in the marketplace where the visible portions of better-priced limit orders trade ahead of inferior-priced orders. It is important to acknowledge, however, that the issues relating to preventing all trade-throughs in a multiple marketplace environment have become highly complex, particularly with the advent of new types of orders and other developments in market structure in Canada.

As a result, we have proposed a number of circumstances where, if trade-throughs result, they would be permitted.13 These "permitted" trade-throughs or "exceptions" are primarily designed to achieve workable inter-market trade-through protection while facilitating the use of trading strategies and order types that are useful to investors. They are intended to promote fairness, innovation and competition.

Trade-though protection is an obligation owed by all marketplace participants to the market as a whole. It is important that marketplace participants create policies and procedures that will reasonably prevent trade-throughs and maintain relevant information so that the effectiveness of section 6.1 of Regulation 23-101 can be adequately evaluated by regulatory authorities.14 Although we are placing a policies and procedures obligation on marketplaces to reasonably prevent trade-throughs, in certain circumstances a marketplace would not be in violation of this obligation when trading through better-priced orders on other marketplaces. One such circumstance would be where the marketplace executes an order from a marketplace participant or other marketplace that notifies the receiving marketplace that it should not take any action other than to execute and/or book the order. By marking an order "immediately execute/book" the sender of the order is accepting the obligation for complying with trade-through requirements.

Page 5.Question 2: What length of time should be considered an "immediate" response by a marketplace to a received order?

(ii) Immediately Execute/Book Order

We are proposing an exception from the obligation on marketplaces to utilize their policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs to allow the use of immediately execute and/or book orders. An order marked "immediately execute/book" (IEB) informs the receiving marketplace that it can execute the order and book the remainder or book the order, as applicable, without delay or regard to any other better-priced orders displayed by another marketplace.16 In such situations the receiving marketplace would not have an obligation to implement its policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs, which could include routing, re-pricing or rejecting the order. Any order may be marked "immediately execute/book" by a marketplace or a marketplace participant. The concept allows for simultaneous routing by a participant of more than one IEB order to execute against protected orders in a number of different marketplaces. In addition, marketplace participants may send a single IEB order to execute against the best protected bid or best protected offer. When used in conjunction with the "Bypass" and immediate-or-cancel markers, an IEB order would enable participants to execute large block orders, provided

that they simultaneously route one or more IEB orders to execute against all better-priced protected orders, facilitating that participant's compliance with the trade-through requirements. The IEB order may be used in conjunction with the bypass and immediate-or-cancel markers, depending on the sender's objectives.

Page 87 – **Section 1.1 Definition** - "immediately execute and/or book order" or "IEB" means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than a derivative,

(a) entered on or routed to a marketplace to be executed immediately with any remainder to be booked or to be immediately placed in an order book; and

(b) identified as an immediately execute and/or book order;

and at the same time it is entered or routed, one or more additional orders of sufficient volume are routed, as necessary, to a marketplace to execute against the displayed volume of any protected order on that marketplace with a better price to the orders referred to in paragraph (a), so long as a marketplace participant that has marked an order "immediately execute and/or book", has policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs that include the use of such an order;

page 90 6.3 Immediately Execute And/Or Book Order Requirements – A marketplace or marketplace participant responsible for the routing of an order marked execute and/or book must ensure it has appropriate policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs when using such orders..

Page 98, 2.4 Definition of Immediately Execute And/Or Book Order – An order marked immediately execute and/or book informs the receiving marketplace that it can be immediately executed or booked as a passive order without reference to better-priced orders displayed by other marketplaces. An IEB order is utilized by a marketplace or marketplace participant to notify the recipient marketplace that it should immediately execute and/or book the order and not implement the marketplace's policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs.

Page 101, (3) In certain circumstances, including in anticipation of utilizing an immediately execute and/or book order, a marketplace participant should create policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs and should maintain relevant information to track routing decisions. For example, if a marketplace participant regularly uses an immediately execute and/or book order or has a process for routing orders if a marketplace experiences a systems failure, it should maintain policies and procedures outlining when it is appropriate to use that order type or outlining its routing choices, respectively as well as policies and procedures to reasonably prevent trade-throughs where an immediately execute and/or book order is utilized. If a marketplace participant regularly uses immediately execute and/or book orders or is sending an order to a marketplace that may be experiencing systems issues, it may also be appropriate for the marketplace participant to maintain relevant information so that compliance with Part 6 of Regulation 23-101 can be adequately evaluated by regulatory authorities.

Page 102 (b) Paragraph 6.2(b) of the Regulation contemplates that a marketplace would immediately execute or book any order identified as an immediately execute and/or book order. A marketplace that receives an immediately execute and/or book order would not need to delay its execution or take any action to reasonably prevent trade-throughs.

Appendix D

Summary of Responses to CSA Staff Questions regarding costs of a full depth-of-book vs. a top-of-book order protection obligation

Note that a list of commenters has not been provided with this summary due to the sensitive commercial information that has been requested in some of the questions below.

Marketplaces

We received responses to the questions below from four marketplaces.

Question	Response Summary
1. How do you intend to implement your policies and procedures in order to comply with the proposed trade-through protection rule? How would a full depth-of-book trade-through obligation impact this strategy? How would a top-of-book trade-through obligation impact this strategy?	*Strategies that were identified included: (i) using a smart order routing service that was based on a full-depth obligation, (ii) using a reject and re-price strategy that utilizes the Canadian best bid/best offer (CBBO), and (iii) accepting only orders or methodologies (e.g. directed-action orders) that will not violate the requirements . The first two methods would not be impacted by implementing either a top-of-book or full depth-of-book obligation.* *One marketplace stated that full depth-of-book would require a marketplace to obtain and store full depth-of-book data from all marketplaces for all securities, which would have substantial cost impact.*
2. Does your marketplace currently offer routing capabilities to participants? If so, is the router intended to provide smart order routing services or to simply avoid trade-throughs? If the routing is intended to provide a smart order routing solution, how many price levels does the router evaluate when making routing decisions?	*Most of the responding marketplaces do offer routing capabilities to its participants. The router in most cases is designed to simply avoid trade-throughs. One smart order router that is intended to provide smart order routing services consolidates the entire depth-of -book.*
3. Please provide any estimates of the incremental latency associated with the router evaluating more than the best bid or offer when making routing decisions, including the measurement points.	*The majority of the respondents indicated that there is no additional latency associated with the router evaluating more than the best bid or offer when making routing decisions. One marketplace indicated that there would be an increase in processing time depending on the number of levels considered.*
4. If the router complies with the current depth-of-book best price requirements would there be any costs or cost savings associated with moving to a top-of-book standard (i.e. hardware or operating costs)? Would such a change result in changes to the router (i.e. software re-development)?	*The majority of responding marketplaces stated that they would not incur additional costs to implement a top-of-book standard.* *One marketplace indicated that substantial investment by developers of order routing and execution management technology and market making software systems used by electronic*

	liquidity providers would be required if moving to a top-of-book standard.
5. If your marketplace does not currently have routing technology or if the router only evaluates top-of-book information, please provide estimates of the incremental costs associated with developing and implementing a full depth-of-book router relative to a top-of-book only router.	*One respondent noted that a compliance solution that only requires use of the CBBO would comply equally with a top-of-book or full depth-of-book obligation.*
6. If you intend to use an ISO/IEB (inter-sweep market order/ immediate execute and/or book order) order, how do you intend to comply with a full depth of book trade-through requirement? How would this change if a top-of-book trade-through obligation were imposed instead?	*Most marketplaces indicated that they are in the process of determining their approach to ISO/IEB orders.*
Dealer/Market Participants We received responses to the questions below from eight dealer/market participants.	
Question	**Response Summary**
1. If you intend to use an ISO/IEB marker, how would you implement your policies and procedures in order to comply with a full depth-of-book trade-through requirement? How would this change if a top-of-book trade-through obligation were imposed instead?	*One respondent indicated that there would be no change in the manner in which they comply with the requirements. Another respondent indicated that the current router that is used sweeps top-of-book information and can receive updates to evaluate the best price.* *One respondent indicated that demonstrating compliance with the requirements under a full-depth standard would require an increase in resources to review trading on a real-time basis resulting in enhanced system monitoring and testing, policies, procedures and record keeping to monitor the marketplaces.* *One commenter stated that if "sprays" occur for a single order, then the full depth-of-book prices will need to be captured each time.*
2. Relative to your current best execution obligation, what would be the incremental cost of implementing a top-of-book trade-through obligation? Please focus on the cost of developing and implementing a solution rather than the data storage cost associated with demonstrating compliance with the obligation or the cost of connecting/accessing marketplaces.	*Most respondents to this question do not believe that the incremental costs will be significant.* *One commenter was uncertain about incremental costs, but expected that they would be much higher.* *Another commenter expected to need new software, hardware, and telecom lines.*
3. Relative to your current best execution	*One respondent noted that the incremental costs of*

obligation, what would be the incremental cost of implementing a full depth-of-book trade-through obligation? Please focus on the cost of developing and implementing a solution rather than the data storage cost associated with demonstrating compliance with the obligation or the cost of connecting/accessing marketplaces.	*a top-of-book or full depth-of-book obligation are roughly the same if the costs associated with compliance, monitoring and increased latency are discounted. This respondent indicated that the cost of increased latency associated with a full depth requirement would surpass technology related costs.* *One respondent stated that a full depth requirement could lead to situations where a client order, when eventually filled is executed at a higher price than what was contemplated. This respondent also noted that a full depth-of-book obligation would impose a competitive disadvantage as U.S. markets only require top-of-book protection.* *Another respondent indicated that the only other cost under a full depth obligation would be acquiring a system to monitor compliance independent of the routing technology used.* *Another commenter was uncertain about the cost implications but expected they would be much higher.* *Another commenter anticipated slightly higher costs.*
4. How many levels of order book information would be consumed and evaluated by your systems in order to demonstrate compliance with the existing best execution requirements?	*Most respondents indicated that the full depth-of-book data is consumed.*
5. Given that the current best price obligation applies to all price levels, what additional costs or cost savings would be incurred by moving to a top-of-book standard?	*Responses indicated that cost savings would be realized given that systems modifications would be minimal to ensure compliance. Respondents further explained they would save costs with respect to: consolidated data feeds, data storage, monitoring, exception reporting, and personnel. A couple of respondents also mentioned the cost of latency, with one respondent being of the view that the largest cost savings would be in terms of latency as opposed to hard dollars.*
6. Do you currently use a smart order router? Is it provided by a third party vendor or is it proprietary? Do you use more than one router (i.e. different desks use different routers?) In what areas? How much of your order flow is routed through a router?	*The vast majority of respondents use smart order routers. Most use a third party smart order router and most use more than one router. The majority of respondents indicated that they send most of their order flow through a smart order router.*
Vendors We received responses to the questions below from three vendors.	

Question	**Response Summary**
1. Please identify if your routing product is an iterative or spray router.	*All respondents currently supply an iterative router.*
2. How many levels of order book information does the router currently consume and evaluate when making routing decisions?	*The majority of respondents indicated that the iterative router bases routing decisions on the top-of-book information but the router continues to send orders until the full depth of the book is exhausted.*
3. How many levels of information are considered a requirement for a router to be able to assist its user in achieving best execution?	*All respondents indicated that top-of-book information is required for a router to be able to assist the user in achieving best execution.*
4. Relative to the requirements associated with the current best execution standard, what is the incremental cost of developing and operating a full depth-of-book router?	*The majority of respondents stated that there would be no incremental cost. One respondent indicated that if a more complicated algorithm needs to be designed to consider the entire depth of book across all markets prior to sending orders there would be costs incurred with the design, development and implementation of this algorithm.*
5. Please identify any incremental costs that would be incurred if the regulatory standard was changed to top-of-book.	*The majority of respondents stated that there would be no incremental cost. However, one indicated that it would need to build the capability to pull orders because the number of times a locked and cross market will occur will increase in a top-of-book environment.*
6. What would be the cost-savings of such a change?	*The majority of respondents indicated that there would be none or negligible savings. One predicted that it would incur increased costs.*
7. Please provide any estimates of the incremental latency associated with evaluating the order book's full depth when making routing decisions.	*The majority of respondents stated that there would be no incremental latency associated with a full-depth evaluation.* *One respondent indicated that there would be additional latency because of the increased amount of data that must be considered.*
8. Optional question – please provide us with an estimate of how many participants and/or how much order flow is routed through your router to the Canadian marketplaces.	*The vendors responding to this question provide their services to a large number of traders (including all major Canadian banks) and route a great amount of the order flow in Canada.*

REGULATION TO AMEND REGULATION 21-101 RESPECTING MARKETPLACE OPERATION

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (32) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation is amended:

(1) by deleting the definition of "IDA";

(2) by replacing paragraph (b) of the definition of "recognized exchange" with the following:

"(b) in Québec, an exchange recognized by the securities regulatory authority under securities or derivatives legislation as an exchange or self-regulatory organization;";

(3) by replacing the definition of "inter-dealer bond broker" with the following:

" "inter-dealer bond broker" means a person that is approved by the IIROC under IIROC Rule 36 Inter-Dealer Bond Brokerage Systems, as amended, and is subject to IIROC Rule 36 and IIROC Rule 2100 Inter-Dealer Bond Brokerage Systems, as amended;";

(4) by inserting, after the definition of "government debt security", the following:

" "IIROC" means the Investment Industry Regulatory Organization of Canada;";

(5) by replacing the definition of "recognized quotation and trade reporting system" with the following:

" "recognized quotation and trade reporting system" means

(a) in every jurisdiction other than British Columbia and Québec, a quotation and trade reporting system recognized by the securities regulatory authority under securities legislation to carry on business as a quotation and trade reporting system;

(b) in British Columbia, a quotation and trade reporting system recognized by the securities regulatory authority under securities legislation as a quotation and trade reporting system or as an exchange; and

(c) in Québec, a quotation and trade reporting system recognized by the securities regulatory authority under securities or derivatives legislation as an exchange or a self-regulatory organization;".

2. Section 1.4 of the Regulation is amended by adding, after paragraph (2), the following:

"(3) In Québec, the term "security", when used in this Regulation, includes a standardized derivative as this notion is defined in the Derivatives Act (R.S.Q., c. I-14.01).".

3. The title of part 10 of the Regulation is replaced with the following:

"**PART 10 TRADING FEES FOR MARKETPLACES**".

4. The Regulation is amended by adding, after section 10.2, the following:

"**10.3. Discriminatory Terms**

With respect to the execution of an order, a marketplace shall not impose terms that have the effect of discriminating between orders that are routed to that marketplace and orders that are entered on that marketplace.".

5. Section 11.5 of the Regulation is replaced with the following:

"**11.5. Synchronization of Clocks**

(1) A marketplace trading exchange-traded securities or foreign exchange-traded securities, an information processor receiving information about those securities, and a dealer trading those securities shall synchronize the clocks used for recording or monitoring the time and date of any event that must be recorded under this Part and under Regulation 23-101 respecting Trading Rules with the clock used by a regulation services provider monitoring the activities of marketplaces and marketplace participants trading those securities.

(2) A marketplace trading corporate debt securities or government debt securities, an information processor receiving information about those securities, a dealer trading those securities, and an inter-dealer bond broker trading those securities shall synchronize the clocks used for recording or monitoring the time and date of any event that must be recorded under this Part and under Regulation 23-101 respecting Trading Rules with the clock used by a regulation services provider monitoring the activities of marketplaces, inter-dealer bond brokers or dealers trading those securities.".

6. Sections 12.1 to 12.3 of the Regulation are replaced with the following:

"**12.1. System Requirements**

For each of its systems that support order entry, order routing, execution, trade reporting, trade comparison, data feeds, market surveillance and trade clearing, a marketplace shall

(a) develop and maintain

(i) reasonable business continuity and disaster recovery plans;

(ii) an adequate system of internal control over those systems; and

(iii) adequate information technology general controls, including without limitation, controls relating to information systems operations, information security, change management, problem management, network support and system software support;

(b) in accordance with prudent business practice, on a reasonably frequent basis and, in any event, at least annually,

(i) make reasonable current and future capacity estimates;

(ii) conduct capacity stress tests to determine the ability of those systems to process transactions in an accurate, timely and efficient manner; and

(iii) test its business continuity and disaster recovery plans; and

(c) promptly notify the regulator or, in Québec, the securities regulatory authority and, if applicable, its regulation services provider, of any material systems failure, malfunction or delay.

12.2. System Reviews

(1) For each of its systems that support order entry, order routing, execution, trade reporting, trade comparison, data feeds, market surveillance and trade clearing, a marketplace shall annually engage a qualified party to conduct an independent systems review and prepare a report in accordance with established audit standards to ensure that it is in compliance with paragraph 12.1(a).

(2) A marketplace shall provide the report resulting from the review conducted under subsection (1) to

(a) its board of directors, or audit committee, promptly upon the report's completion, and

(b) the regulator or, in Québec, the securities regulatory authority, within 30 days of providing the report to its board of directors or the audit committee.

12.3. Availability of Technology Requirements and Testing Facilities

(1) A marketplace shall make publicly available all technology requirements regarding interfacing with or accessing the marketplace in their final form,

(a) if operations have not begun, for at least three months immediately before operations begin; and

(b) if operations have begun, for at least three months before implementing a material change to its technology requirements.

(2) After complying with subsection (1), a marketplace shall make available testing facilities for interfacing with or accessing the marketplace,

(a) if operations have not begun, for at least two months immediately before operations begin; and

(b) if operations have begun, for at least two months before implementing a material change to its technology requirements.

(3) A marketplace shall not begin operations until it has complied with paragraphs (1)(a) and (2)(a).

(4) Subsections 12.3(1)(b) and (2)(b) do not apply to a marketplace if the change must be made immediately to address a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment if

(a) the marketplace immediately notifies the regulator, or in Québec, the securities regulatory authority, and, if applicable, its regulation services provider of its intention to make the change; and

(b) the marketplace publishes the changed technology requirements as soon as practicable.".

7. Section 14.5 of the Regulation is replaced with the following:

"**14.5. System Requirements**

An information processor shall

(a) develop and maintain

(i) reasonable business continuity and disaster recovery plans;

(ii) an adequate system of internal controls over its critical

systems; and

(iii) adequate information technology general controls, including, without limitation, controls relating to information systems operations, information security, change management, problem management, network support, and system software support;

(b) in accordance with prudent business practice, on a reasonably frequent basis and in any event, at least annually,

(i) make reasonable current and future capacity estimates for each of its systems;

(ii) conduct capacity stress tests of its critical systems to determine the ability of those systems to process information in an accurate, timely and efficient manner; and

(iii) test its business continuity and disaster recovery plans;

(c) annually engage a qualified party to conduct an independent systems review and prepare a report in accordance with established audit standards to ensure that it is in compliance with paragraph (a);

(d) provide the report resulting from the review conducted under paragraph (c) to

(i) its board of directors or the audit committee promptly upon the report's completion, and

(ii) the regulator or, in Québec, the securities regulatory authority, within 30 days of providing it to the board of directors or the audit committee; and

(e) promptly notify the following of any failure, malfunction or material delay of its systems or equipment

(i) the regulator or, in Québec, the securities regulatory authority; and

(ii) any regulation services provider, recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system monitoring trading of the securities about which information is provided to the information processor.".

8. This Regulation comes into force on January 28, 2010.

REGULATION TO AMEND REGULATION 23-101 RESPECTING TRADING RULES

Securities Act
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (9.1), (32) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 23-101 respecting Trading Rules is amended:

(1) by inserting, after the introductory paragraph, the following definition:

" "automated functionality" means the ability to

(a) immediately allow an incoming order that has been entered on the marketplace electronically to be marked as immediate-or-cancel;

(b) immediately and automatically execute an order marked as immediate-or-cancel against the displayed volume;

(c) immediately and automatically cancel any unexecuted portion of an order marked as immediate-or-cancel without routing the order elsewhere;

(d) immediately and automatically transmit a response to the sender of an order marked as immediate-or-cancel indicating the action taken with respect to the order; and

(e) immediately and automatically display information that updates the displayed orders on the marketplace to reflect any change to their material terms;";

(2) by inserting, after the definition of "best execution", the following:

" "calculated-price order" means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than an option, that is entered on a marketplace and for which the price of the security

(a) is not known at the time of order entry; and

(b) is not based, directly or indirectly, on the quoted price of an exchange-traded security at the time the commitment to execute the order was made;

"closing-price order" means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than an option, that is

(a) entered on a marketplace on a trading day; and

(b) subject to the conditions that

(i) the order be executed at the closing sale price of that security on that marketplace for that trading day; and

(ii) the order be executed subsequent to the establishment of the closing price;

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

(a) when entered on or routed to a marketplace is to be immediately

(i) executed against a protected order with any remainder to be

booked or cancelled; or

(ii) placed in an order book;

(b) is marked as a directed-action order; and

(c) is entered or routed at the same time as one or more additional limit orders that are entered on or routed to one or more marketplaces, as necessary, to execute against any protected order with a better price than the order referred to in paragraph (a);

"non-standard order" means an order for the purchase or sale of an exchange-traded security, other than an option, that is entered on a marketplace and is subject to non-standardized terms or conditions related to settlement that have not been set by the marketplace on which the security is listed or quoted;

"protected bid" means a bid for an exchange-traded security, other than an option

(a) that is displayed on a marketplace that provides automated functionality; and

(b) about which information is required to be provided pursuant to Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation, adopted by the Commission des valeurs mobilières du Québec pursuant to decision No. 2001-C-0409 dated August 28, 2001, to an information processor or, if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider;

"protected offer" means an offer for an exchange-traded security, other than an option,

(a) that is displayed on a marketplace that provides automated functionality; and

(b) about which information is required to be provided pursuant to Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation to an information processor or, if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider;

"protected order" means a protected bid or protected offer; and

"trade-through" means the execution of an order at a price that is,

(a) in the case of a purchase, higher than any protected offer, or

(b) in the case of a sale, lower than any protected bid.".

2. Section 1.2 of the Regulation is amended by deleting ", adopted by the Commission des valeurs mobilières du Québec pursuant to decision No. 2001-C-0409 dated August 28, 2001".

3. Section 3.1 of the Regulation is amended by replacing, in paragraph (2), "the Securities Act (R.S.Q., C.V-V-1.1)" with "the Securities Act (R.S.Q., c. V-1.1) and the Derivatives Act (R.S.Q., c. I-14.01),".

4. The title of part 6 and section 6.1 of the Regulation are replaced with the following:

"**PART 6 ORDER PROTECTION**

6.1. Marketplace Requirements for Order Protection

2

(1) A marketplace shall establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably designed

(a) to prevent trade-throughs on that marketplace other than the trade-throughs referred to in section 6.2; and

(b) to ensure that the marketplace, when executing a transaction that results in a trade-through referred to in section 6.2, is doing so in compliance with this Part.

(2) A marketplace shall regularly review and monitor the effectiveness of the policies and procedures required under subsection (1) and shall promptly remedy any deficiencies in those policies and procedures.

(3) At least 45 days before implementation, a marketplace shall file with the securities regulatory authority and, if applicable, its regulation services provider the policies and procedures, and any significant changes to those policies and procedures, established under subsection (1).

6.2. List of Trade-throughs

The following are the trade-throughs referred to in paragraph 6.1(1)(a):

(a) a trade-through that occurs when the marketplace has reasonably concluded that the marketplace displaying the protected order that was traded through was experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment or ability to disseminate marketplace data;

(b) the execution of a directed-action order;

(c) a trade-through by a marketplace that simultaneously routes a directed-action order to execute against the total displayed volume of any protected order that is traded through;

(d) a trade-though if, immediately before the trade-through, the marketplace displaying the protected order that is traded through displays as its best price a protected order with a price that is equal or inferior to the price of the trade-through;

(e) a trade-through that results when executing

(i) a non-standard order;

(ii) a calculated-price order; or

(iii) a closing-price order;

(f) a trade-through that was executed at a time when the best protected bid for the security traded through was higher than the best protected offer.

6.3. Systems or Equipment Failure, Malfunction or Material Delay

(1) If a marketplace experiences a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or its ability to disseminate marketplace data, the marketplace shall immediately notify

(a) all other marketplaces;

(b) all regulation services providers;

(c) its marketplace participants; and

(d) any information processor or, if there is no information processor, any information vendor that disseminates its data under Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation.

(2) If executing a transaction described in paragraph 6.2(a), and a notification has not been sent under subsection (1), a marketplace that routes an order to another marketplace shall immediately notify

(a) the marketplace that it reasonably concluded is experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment or its ability to disseminate marketplace data;

(b) all regulation services providers;

(c) its marketplace participants; and

(d) any information processor disseminating information under Part 7 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation.

(3) If a marketplace participant reasonably concludes that a marketplace is experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment or its ability to disseminate marketplace data, and routes an order to execute against a protected order on another marketplace displaying an inferior price, the marketplace participant must notify the following of the failure, malfunction or material delay

(a) the marketplace that may be experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment or its ability to disseminate marketplace data; and

(b) all regulation services providers.

6.4. Marketplace Participant Requirements for Order Protection

(1) A marketplace participant must not enter a directed-action order unless the marketplace participant has established, and maintains and ensures compliance with, written policies and procedures that are reasonably designed

(a) to prevent trade-throughs other than the trade-throughs listed below:

(i) a trade-through that occurs when the marketplace participant has reasonably concluded that the marketplace displaying the protected order that was traded through was experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment or ability to disseminate marketplace data;

(ii) a trade-through by a marketplace participant that simultaneously routes a directed-action order to execute against the total displayed volume of any protected order that is traded through;

(iii) a trade-through if, immediately before the trade-through, the marketplace displaying the protected order that is traded through displays as its best price a protected order with a price that is equal or inferior to the price of the trade-through transaction;

(iv) a trade-through that results when executing

(A) a non-standard order;

(B) a calculated-price order; or

(C) a closing-price order;

(v) a trade-through that was executed at a time when the best protected bid for the security traded through was higher than the best protected offer; and

(b) to ensure that when executing a trade-through listed in paragraphs (a)(i) to (a)(v), it is doing so in compliance with this Part.

(2) A marketplace participant that enters a directed-action order shall regularly review and monitor the effectiveness of the policies and procedures required under subsection (1) and shall promptly remedy any deficiencies in those policies and procedures.

6.5. Locked or Crossed Orders

A marketplace participant shall not intentionally

(a) enter on a marketplace a protected order to buy a security at a price that is the same as or higher than the best protected offer; or

(b) enter on a marketplace a protected order to sell a security at a price that is the same as or lower than the best protected bid.

6.6. Trading Hours

A marketplace shall set the hours of trading to be observed by marketplace participants.

6.7. Anti-Avoidance

No person shall send an order to an exchange, quotation and trade reporting system or alternative trading system that does not carry on business in Canada in order to avoid executing against better-priced orders on a marketplace.

6.8. Application of this Part

In Québec, this Part does not apply to standardized derivatives.".

5. Section 7.2 of the Regulation is amended by replacing paragraph (c) with the following:

"(c) that the recognized exchange will transmit to the regulation services provider the information required by Part 11 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and any other information reasonably required to effectively monitor:

(i) the conduct of and trading by marketplace participants on and across marketplaces, and

(ii) the conduct of the recognized exchange, as applicable; and".

6. Section 7.4 of the Regulation is amended by replacing paragraph (c) with the following:

"(c) that the recognized quotation and trade reporting system will transmit to the regulation services provider the information required by Part 11 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and any other information reasonably required to effectively monitor:

(i) the conduct of and trading by marketplace participants on and across marketplaces, and

(ii) the conduct of the recognized quotation and trade reporting system, as applicable; and".

7. Section 7.5 of the Regulation is amended by replacing the words “under this Part” with “under Parts 7 and 8”.

8. Section 8.3 of the Regulation is amended by replacing paragraph (d) with the following:

“(d) that the ATS will transmit to the regulation services provider the information required by Part 11 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and any other information reasonably required to effectively monitor:

(i) the conduct of and trading by marketplace participants on and across marketplaces, and

(ii) the conduct of the ATS; and”.

9. Section 9.3 of the Regulation is amended by replacing the words “IDA Policy No. 5 Code of Conduct for IDA Member Firms Trading in Domestic Debt Markets” with the words “IIROC Rule 2800 Code of Conduct for Corporation Dealer Member Firms Trading in Wholesale Domestic Debt Markets”.

10. This Regulation, except sections 1 and 4, come into force on January 28, 2010.

11. Sections 1 and 4 of this Regulation come into force on February 1, 2011.

AMENDMENTS TO *POLICY STATEMENT TO REGULATION 21-101 RESPECTING MARKETPLACE OPERATION*

1. *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* is amended by inserting, after section 1.3, the following:

"**1.4. Definition of Regulation Services Provider**

The definition of regulation services provider is meant to capture a third party provider that provides regulation services to marketplaces. A recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system would not be a regulation services provider if it only conducts these regulatory services for its own marketplace or an affiliated marketplace.".

2. Section 2.1 of the Policy Statement is amended :

(1) by replacing, in paragraph (1) of the French text, the word "couplent" with the word "apparient" and the words "alinéas" and "l'alinéa" with, respectively, the words "paragraphes" and "le paragraphe";

(2) by replacing, wherever they appear in paragraph (7), "IDA" with "IIROC", "By-law No. 36" with "Rule 36" and "Regulation 2100" with "Rule 2100".

3. Section 3.4 of the Policy Statement is amended:

(1) by replacing, in paragraph (3) of the French text, the words "l'alinéa" with the words "le paragraphe";

(2) by replacing, in paragraph (4) of the French text, the words "l'alinéa" with the words "le paragraphe";

(3) by replacing, in paragraph (5), "IDA" with "IIROC" and, in the French text, the words "L'alinéa" with the words "Le paragraphe".

4. Paragraph (6) of section 6.1 of the Policy Statement is amended by replacing the words "any change to the operating platform of an ATS, the types of securities traded, or the types of subscribers." with the words "a change to the information in Exhibits A, B, C, F, G, I, and J of Form 21-101F2.".

5. Section 7.1 of the Policy Statement is replaced with the following:

"**7.1. Access Requirements**

(1) Section 5.1 of the Regulation sets out access requirements that apply to a recognized exchange and a recognized quotation and trade reporting system. The Canadian securities regulatory authorities note that the requirements regarding access for members do not restrict the authority of a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system to maintain reasonable standards for access. The purpose of these access requirements is to ensure that rules, policies, procedures, fees and practices of the exchange or quotation and trade reporting system do not unreasonably create barriers to access to the services provided by the exchange or quotation and trade reporting system.

(2) For the purposes of complying with the order protection requirements in Part 6 of Regulation 23-101, a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system should permit fair and efficient access to

(a) a member or user that directly accesses the exchange or quotation and trade reporting system,

(b) a person that is indirectly accessing the exchange or quotation and trade reporting system through a member or user, or

(c) a marketplace routing an order to the exchange or quotation and trade reporting system.

The reference to "a person" in subsection (b) includes a system or facility that is operated by a person and a person that obtains access through a member or user.

(3) The reference to "services" in paragraph 5.1(b) of the Regulation means all services that may be offered to a person and includes all services relating to order entry, trading, execution, routing and data.

(4) Recognized exchanges and recognized quotation and trade reporting systems are responsible for ensuring that the fees they set are in compliance with section 5.1 of the Regulation. In assessing whether its fees unreasonably condition or limit access to its services, a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system should consider a number of factors, including

(a) the value of the security traded,

(b) the amount of the fee relative to the value of the security traded,

(c) the amount of fees charged by other marketplaces to execute trades in the market,

(d) with respect to market data fees, the amount of market data fees charged relative to the market share of the exchange or quotation and trade reporting system, and,

(e) with respect to order-execution terms, including fees, whether the outcome of their application is consistent with the policy goals of order protection.

The Canadian securities regulatory authorities will consider these factors, among others, in determining whether the fees charged by a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system unreasonably condition or limit access to its services. With respect to trading fees, our view is that a trading fee equal to or greater than the minimum trading increment as defined in IIROC's Universal Market Integrity Rules, as amended, would unreasonably condition or limit access to a recognized exchange's or recognized quotation and trade reporting system's services as it would be inconsistent with the policy goals of order protection. Trading fees below the minimum trading increment may also unreasonably condition or limit access to a recognized exchange's or recognized quotation and trade reporting system's services when taking into account factors including those listed above.".

6. Section 8.2 of the Policy Statement is replaced with the following:

"**8.2. Access Requirements**

(1) Section 6.13 of the Regulation sets out access requirements that apply to an ATS. The Canadian securities regulatory authorities note that the requirements regarding access do not prevent an ATS from setting reasonable standards for access. The purpose of these access requirements is to ensure that the policies, procedures, fees and practices of the ATS do not unreasonably create barriers to access to the services provided by the ATS.

(2) For the purposes of complying with the order protection requirements in Part 6 of Regulation 23-101, an ATS should permit fair and efficient access to

(a) a subscriber that directly accesses the ATS,

(b) a person that is indirectly accessing the ATS through a subscriber, or

(c) a marketplace routing an order to the ATS.

In addition, the reference to "a person" in subsection (b) includes a system or facility that is operated by a person and a person that obtains access through a subscriber that is a dealer.

(3) The reference to "services" in paragraph 6.13(b) of the Regulation means all services that may be offered to a person and includes all services related to order entry, trading, execution, routing and data.

(4) ATSs are responsible for ensuring that the fees they set are in compliance with section 6.13 of the Regulation. In assessing whether its fees unreasonably condition or limit access to its services, an ATS should consider a number of factors, including

(a) the value of the security traded,

(b) the amount of the fee relative to the value of the security traded,

(c) the amount of fees charged by other marketplaces to execute trades in the market,

(d) with respect to market data fees, the amount of market data fees charged relative to the market share of the ATS, and,

(e) with respect to order-execution terms, including fees, whether the outcome of their application is consistent with the policy goals of order protection.

The Canadian securities regulatory authorities will consider these factors, among others, in determining whether the fees charged by an ATS unreasonably condition or limit access to its services. With respect to trading fees, our view is that a trading fee equal to or greater than the minimum trading increment as defined in IIROC's Universal Market Integrity Rules, as amended, would unreasonably condition or limit access to an ATS's services as it would be inconsistent with the policy goals of order protection. Trading fees below the minimum trading increment may also unreasonably condition or limit access to an ATS's services when taking into account factors including those listed above.".

7. Section 9.1 of the Policy Statement is amended:

(1) by replacing the first two sentences of paragraph (1) with the following:

"Subsection 7.1(1) of the Regulation requires a marketplace that displays orders of exchange-traded securities to any person to provide accurate and timely information regarding those orders to an information processor or, if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider. Section 7.2 requires a marketplace to provide accurate and timely information regarding trades of exchange-traded securities to an information processor or, if there is no information processor, an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider.";

(2) by replacing paragraph (2) with the following:

"(2) In complying with sections 7.1 and 7.2 of the Regulation, a marketplace should not make the required order and trade information available to any other person on a more timely basis than it makes that information available to the information processor or information vendor. In addition, any information provided by a marketplace to an information processor or information vendor must include identification of the marketplace and should contain all relevant information including details as to volume, symbol, price and time of the order or trade.".

8. The Policy Statement is amended by inserting, after section 10.1, the following, and renumbering section 10.2, which becomes section 10.3:

"**10.2. Availability of Information**

In complying with the requirements in sections 8.1 and 8.2 of the Regulation to provide accurate and timely order and trade information to an information processor or an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider, a marketplace, an inter-dealer bond broker or dealer should not make the required order and trade information available to any other person on a more timely basis than it makes that information available to the information processor or information vendor.".

9. The Policy Statement is amended by inserting, after section 12.1, the following:

"**12.2. Discriminatory Terms**

Section 10.2 of the Regulation prohibits a marketplace from imposing terms that have the effect of discriminating between orders that are routed to that marketplace and orders that are entered on that marketplace.".

10. The Policy Statement is amended by replacing section 13.2 with the following:

"**13.2. Synchronization of Clocks**

Subsections 11.5(1) and (2) of the Regulation require the synchronization of clocks with a regulation services provider that monitors the trading of the relevant securities on marketplaces, and by, as appropriate, inter-dealer bond brokers or dealers. The Canadian securities regulatory authorities are of the view that synchronization requires continual synchronization using an appropriate national time standard as chosen by a regulation services provider. Even if a marketplace has not retained a regulation services provider, its clocks should be synchronized with any regulation services provider monitoring trading in the particular securities traded on that marketplace. Each regulation services provider will monitor the information that it receives from all marketplaces, dealers and, if appropriate, inter-dealer bond brokers, to ensure that the clocks are appropriately synchronized. If there is more than one regulation services provider, in meeting their obligation to coordinate monitoring and enforcement under section 7.5 of Regulation 23-101, regulation services providers are required to agree on one standard against which synchronization will occur. In the event there is no regulation services provider, a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system are also required to coordinate with other recognized exchanges or recognized quotation and trade reporting systems regarding the synchronization of clocks.".

11. Section 14.1 of the Policy Statement is replaced with the following:

"**14.1. Systems Requirements**

This section applies to all the systems of a particular marketplace that are identified in the introduction to section 12.1 of the Regulation.

(1) Paragraph 12.1(a) of the Regulation requires the marketplace to develop and maintain an adequate system of internal control over the systems specified. As well, the marketplace is required to develop and maintain adequate general computer controls. These are the controls which are implemented to support information technology planning, acquisition, development and maintenance, computer operations, information systems support, and security. Recognized guides as to what constitutes adequate information technology controls include '*Information Technology Control Guidelines*' from The Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) and '*COBIT*' from the IT Governance Institute.

(2) Paragraph 12.1(b) of the Regulation requires a marketplace to meet certain systems capacity, performance, business continuity and disaster recovery standards. These standards are consistent with prudent business practice. The activities and tests required in this

paragraph are to be carried out at least once a year. In practice, continuing changes in technology, risk management requirements and competitive pressures will often result in these activities being carried out or tested more frequently.

(3) Subsection 12.2(1) of the Regulation requires a marketplace to engage a qualified party to conduct an annual independent assessment of the internal controls referred to in paragraph 12.1(a) of the Regulation. A qualified party is a person or a group of persons with relevant experience in both information technology and in the evaluation of related internal controls in a complex information technology environment. Before engaging a qualified party, a marketplace should discuss its choice with the regulator or, in Québec, the securities regulatory authority.

(4) Under section 15.1 of the Regulation, a regulator or the securities regulatory authority may consider granting a marketplace an exemption from the requirement to engage a qualified party to conduct an annual independent systems review and prepare a report under subsection 12.2(1) of the Regulation provided that the marketplace prepare a control self-assessment and file this self-assessment with the regulator or in Québec, the securities regulatory authority. The scope of the self-assessment would be similar to the scope that would have applied if the marketplace underwent an independent systems review. Reporting of the self-assessment results and the timeframe for reporting would be consistent with that established for an independent systems review.

In determining if the exemption is in the public interest, the regulator or securities regulatory authority may consider a number of factors including: the market share of the marketplace, the timing of the last independent systems review, and changes to systems or staff of the marketplace.

14.2. Availability of Technology Specifications and Testing Facilities

(1) Subsection 12.3(1) of the Regulation requires marketplaces to make their technology requirements regarding interfacing with or accessing the marketplace publicly available in their final form for at least three months. If there are material changes to these requirements after they are made publicly available and before operations begin, the revised requirements should be made publicly available for a new three month period prior to operations. The subsection also requires that an operating marketplace make its technology specifications publicly available for at least three months before implementing a material change to its technology requirements.

(2) Subsection 12.3(2) of the Regulation requires marketplaces to provide testing facilities for interfacing with or accessing the marketplace for at least two months immediately prior to operations once the technology requirements have been made publicly available. Should the marketplace make its specifications publicly available for longer than three months, it may make the testing available during that period or thereafter as long as it is at least two months prior to operations. If the marketplace, once it has begun operations, proposes material changes to its technology systems, it is required to make testing facilities publicly available for at least two months before implementing the material systems change.

(3) Subsection 12.3(4) of the Regulation provides that if a marketplace must make a change to its technology requirements regarding interfacing with or accessing the marketplace to immediately address a failure, malfunction or material delay of its systems or equipment, it must immediately notify the regulator or, in Québec, the securities regulatory authority, and, if applicable, its regulation services provider. We expect the amended technology requirements to be made publicly available as soon as practicable, either while the changes are being made or immediately after.”.

12. Section 16.1 of the Policy Statement is amended by replacing paragraph (2) with the following:

“(2) An information processor is required under subsection 14.4(2) of the Regulation to provide timely, accurate, reliable and fair collection, processing, distribution

and publication of information for orders for, and trades in, securities. The Canadian securities regulatory authorities expect that in meeting this requirement, an information processor will ensure that all marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers that are required to provide information are given access to the information processor on fair and reasonable terms. In addition, it is expected that an information processor will not give preference to the information of any marketplace, inter-dealer bond broker or dealer when collecting, processing, distributing or publishing that information.

(3) An information processor is required under subsection 14.4(5) of the Regulation to provide prompt and accurate order and trade information, and to not unreasonably restrict fair access to the information. As part of the obligation relating to fair access, an information processor is expected to make the disseminated and published information available on terms that are reasonable and not discriminatory. For example, an information processor will not provide order and trade information to any single person or group of persons on a more timely basis than is afforded to others, and will not show preference to any single person or group of persons in relation to pricing.”.

13. Subparagraph (b) of paragraph (1) of section 16.2 of the Policy Statement is amended by deleting “which are not unreasonably discriminatory”.

14. The Policy Statement is amended by inserting, after section 16.3, the following:

“**16.4. System Requirements**

Section 14.1 of this Policy Statement contains guidance on the systems requirements as it applies to an information processor.”.

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

1. Section 1.1 of *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules* is amended by replacing the word "Respecting" with the word "respecting".

2. The Policy Statement is amended by inserting, after section 1.1.1, the following:

"**1.1.2. Definition of automated functionality**

Section 1.1 of the Regulation includes a definition of "automated functionality" which is the ability to: (1) act on an incoming order; (2) respond to the sender of an order; and (3) update the order by disseminating information to an information processor or information vendor. Automated functionality allows for an incoming order to execute immediately and automatically up to the displayed size and for any unexecuted portion of such incoming order to be cancelled immediately and automatically without being booked or routed elsewhere. Automated functionality involves no human discretion in determining the action taken with respect to an order after the time the order is received. A marketplace with this functionality should have appropriate systems and policies and procedures relating to the handling of immediate-or-cancel orders.

1.1.3. Definition of calculated-price order

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

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

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

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

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

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

1.1.4. Definition of directed-action order

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

(a) execute the order and cancel the remainder using an immediate-or-cancel marker,

(b) execute the order and book the remainder,

(c) book the order as a passive order awaiting execution, and

(d) avoid interaction with hidden liquidity using a bypass marker, as defined in IIROC's Universal Market Integrity Rules.

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

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

1.1.5. Definition of non-standard order

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

1.1.6. Definition of protected order

(1) A protected order is defined to be a "protected bid or protected offer". A "protected bid" or "protected offer" is an order to buy or sell an exchange-traded security, other than an option, that is displayed on a marketplace that provides automated functionality and about which information is provided to an information processor or an information vendor, as applicable, pursuant to Part 7 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation*. The term "displayed on a marketplace" refers to the information about total disclosed volume on a marketplace. Volumes that are not disclosed or that are "reserve" or hidden volumes are not considered to be "displayed on a marketplace". The order must be provided in a way that enables other marketplaces and marketplace participants to readily access the information and integrate it into their systems or order routers.

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

3. Part 6 of the Policy Statement is replaced with the following:

"**PART 6 ORDER PROTECTION**

6.1. Marketplace Requirements for Order Protection

(1) Subsection 6.1(1) of the Regulation requires a marketplace to establish, maintain and ensure compliance with written policies and procedures that are reasonably

designed to prevent trade-throughs by orders entered on that marketplace. A marketplace may implement this requirement in various ways. For example, the policies and procedures of a marketplace may reasonably prevent trade-throughs via the design of the marketplace's trade execution algorithms (by not allowing a trade-through to occur), or by voluntarily establishing direct linkages to other marketplaces. Marketplaces are not able to avoid their obligations by establishing policies and procedures that instead require marketplace participants to take steps to reasonably prevent trade-throughs.

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

(a) steps taken by the marketplace to evaluate its policies and procedures;

(b) any breaches or deficiencies found; and

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

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

(4) Order protection applies whenever two or more marketplaces with protected orders are open for trading. Some marketplaces provide a trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. In these circumstances, under paragraph 6.2(e), a marketplace would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of orders on another marketplace.

6.2. Marketplace Participant Requirements for Order Protection

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

(a) steps taken by the marketplace participant to evaluate its policies and procedures;

(b) any breaches or deficiencies found; and

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

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

(2) Order protection applies whenever two or more marketplaces with protected orders are open for trading. Some marketplaces provide a trading session at a price established by that marketplace during its regular trading hours for marketplace participants who are required to benchmark to a certain closing price. In these circumstances, under paragraph

6.4(a)(iv)(C) of the Regulation, a marketplace participant would not be required to take steps to reasonably prevent trade-throughs of orders between marketplaces.

6.3. List of Trade-throughs

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

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

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

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

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

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

(ii) where a trade is agreed to off-marketplace and entered on a marketplace within the best bid and best offer across marketplaces, but by the time the order is executed on the marketplace (i.e. printed) the best bid or offer as displayed across marketplaces may have changed, thus causing a trade-through.

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

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

6.4. Locked and Crossed Markets

(1) Section 6.5 of the Regulation provides that a marketplace participant shall not intentionally lock or cross a market by entering a protected order to buy a security at a price that is the same as or higher than the best protected offer or entering a protected order to sell a security at a price that is the same as or lower than the best protected bid. The reference to a "protected order" means that when entering a visible, displayed order, a marketplace participant cannot lock or cross a visible, displayed order. It is not intended to prohibit the use of marketable limit orders. Paragraphs 6.2(f) and 6.4(a)(v) of the Regulation allow for the resolution of crossed markets that occur unintentionally.

(2) Section 6.5 of the Regulation prohibits a marketplace participant from intentionally locking or crossing a market. This would occur, for example, when a marketplace participant enters a locking or crossing order on a particular marketplace or marketplaces to avoid fees charged by a marketplace or to take advantage of rebates offered by a particular marketplace. There are situations where a locked or crossed market may occur unintentionally. For example:

(a) when a marketplace participant routes multiple directed-action orders that are marked immediate-or-cancel to a variety of marketplaces and because of latency issues, a locked or crossed market results,

(b) the locking or crossing order was displayed at a time when the marketplace displaying the locked or crossed order was experiencing a failure, malfunction or material delay of its systems, equipment or ability to disseminate marketplace data,

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

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

(3) If a marketplace participant using a directed-action order chooses to book the order or the remainder of the order, then it is responsible for ensuring that the booked portion of the directed-action order does not lock or cross the market. The Canadian securities regulatory authorities would consider a directed-action order or remainder of a directed-action

order that is booked and that locks or crosses the market to be an intentional locking or crossing of the market and a violation of section 6.5 of the Regulation.

6.5. Anti-Avoidance Provision

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

4. Section 7.3 of the Policy Statement is amended by replacing the words "IDA Policy No. 5 Code of Conduct for IDA Member Firms Trading in Domestic Debt Markets" with the words "IIROC Rule 2800 Code of Conduct for Corporation Dealer Member Firms Trading in Wholesale Domestic Debt Markets" .

5. Section 7.4 of the Policy Statement is amended by inserting, in the French text and after the word "titres", the words "d'emprunt".

6. The Policy Statement is amended by adding, after section 7.4, the following:

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

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

7.6. Coordination of Monitoring and Enforcement

(1) Section 7.5 of the Regulation requires regulation services providers, recognized exchanges and recognized quotation and trade reporting systems to enter into a written agreement whereby they coordinate the enforcement of the requirements set under Parts 7 and 8. This coordination is required in order to achieve cross-marketplace monitoring.

(2) If a recognized exchange or recognized quotation and trade reporting system has not retained a regulation services provider, it is still required to coordinate with any regulation services provider and other exchanges or quotation and trade reporting systems that trade the same securities in order to ensure effective cross-marketplace monitoring.

(3) Currently, only IIROC is the regulation services provider for both exchange-traded securities, other than options and in Québec, other than standardized derivatives, and unlisted debt securities. If more than one regulation services provider regulates marketplaces trading a particular type of security, these regulation services providers must coordinate monitoring and enforcement of the requirements set.".

7. These amendments take effect on January 28, 2010, except sections 2 and 3, which take effect on February 1, 2011.