AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

SUPPLÉMENT AU BULLETIN SUR LES VALEURS MOBILIÈRES
DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

2005-07-22 Vol. 2 n^o^ 29

Modifications de l'Instruction complémentaire 55-102, *Système électronique de déclarations initiés (SEDI)*

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 55-102,
SYSTÈME ÉLECTRONIQUE DE DÉCLARATION DES INITIÉS (SEDI)

PARTIE 1 MODIFICATIONS

1.1 La partie 4 de l'Instruction complémentaire 55-102, *Système électronique de déclaration des initiés (SEDI)*, est remplacée par ce qui suit :

« PARTIE 4 DATE DE DÉPÔT ET INSCRIPTION DES UTILISATEURS

4.1 L'autorité en valeurs mobilières estime que les renseignements SEDI sont, pour l'application de la législation en valeurs mobilières, déposés le jour de leur transmission au serveur SEDI. Après avoir reçu les renseignements, SEDI permet à l'utilisateur d'imprimer une copie des renseignements déposés indiquant la date et l'heure de réception par SEDI.

4.2 Le paragraphe 2.5(1) de la norme canadienne autorise toute personne physique qui est déposant SEDI, agent de dépôt ou représentant autorisé d'un déposant SEDI ou d'un agent de dépôt à se servir de SEDI pour effectuer des dépôts SEDI. Le paragraphe 2.5(2) de la norme canadienne exige que la personne physique en question s'inscrive avant d'effectuer des dépôts SEDI en soumettant un formulaire d'inscription électronique de l'utilisateur dûment rempli et en faisant parvenir un exemplaire signé en format papier à l'exploitant de SEDI aux fins de vérification. Cette personne ne peut faire de dépôts SEDI tant qu'elle n'a pas terminé le processus d'inscription comme utilisateur de SEDI conformément au paragraphe 2.5(2) de la norme canadienne.

L'exploitant de SEDI traite rapidement les exemplaires papier signés du formulaire d'inscription reçus aux fins de vérification. Si un problème survient en cours de vérification, l'exploitant de SEDI ou l'autorité en valeurs mobilières concernée, selon la nature du problème, s'efforce de le résoudre en collaboration avec la personne qui demande à s'inscrire. »

PARTIE 2 DATE D'ENTRÉE EN VIGUEUR

2.1 Ces modifications entrent en vigueur le 20 août 2005.

AMENDMENTS TO COMPANION POLICY 55-102,
SYSTEM FOR ELECTRONIC DISCLOSURE BY INSIDERS (SEDI)

PART 1 AMENDMENTS

1.1 Part 4 of Companion Policy 55-102, *System for Electronic Disclosure by Insiders (SEDI)* is deleted and replaced with the following:

"PART 4 DATE OF FILING AND USER REGISTRATION

4.1 The securities regulatory authority takes the view that information filed in SEDI format is, for purposes of securities legislation, filed on the day that the transmission of the information to the SEDI server is completed. Once SEDI receives that information, the system will allow the SEDI user to print a copy of the filed information showing the date and time SEDI received it.

4.2 Subsection 2.5(1) of the National Instrument permits an individual who is a SEDI filer, a filing agent, or an authorized representative of a SEDI filer or filing agent to use SEDI to make SEDI filings. Subsection 2.5(2) of the National Instrument requires such an individual to register before using SEDI to make a SEDI filing. To do so, the individual must complete, and submit, an online user registration form, and must deliver a signed paper copy of the completed user registration form to the SEDI operator, for verification. Until an individual has completed registration as a SEDI user in accordance with subsection 2.5(2) of the National Instrument, the individual cannot use SEDI to make filings.

The SEDI operator will promptly process the signed paper copies of the registration form that it receives for verification. If there is a problem with the verification process, the SEDI operator or the securities regulatory authority, depending on the problem, will work with the registering individual to try to resolve it."

PART 2 EFFECTIVE DATE

2.1 These amendments come into effect on August 20, 2005.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

SUPPLÉMENT AU BULLETIN SUR LES VALEURS MOBILIÈRES
DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

2005-07-22 Vol. 2 no 29

Document de discussion 23-403 des ACVM

Évolution de la structure du marché
et interdiction de procéder à des transactions hors cours

Avis de consultation

Document de discussion 23-403 des ACVM
Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient aux fins de consultation le Document de discussion 23-403 des ACVM, *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours*. Ce document traite des faits nouveaux sur les marchés et des incidences pour notre marché, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours.

La période de consultation prendra fin le **20 octobre 2005**. Prenez note qu'une tribune publique aura lieu le 14 octobre 2005. Ceux qui souhaitent y participer sont invités à l'indiquer dans leur lettre de commentaires sur le Document de discussion 23-403. Nous accepterons les lettres de commentaires jusqu'au 19 septembre.

Nous tiendrons compte des commentaires formulés dans le cadre de la consultation pour arrêter les mesures à prendre, le cas échéant.

Consultation de SRM – Modifications des RUIM se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours

Le 3 juin 2005, les autorités de reconnaissance[1] de Services de réglementation du marché inc. (SRM) ont publié les modifications proposées par SRM aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) se rapportant aux transactions hors cours[2]. La proposition de SRM a été publiée en même temps qu'un avis des autorités de reconnaissance indiquant le report de l'échéance de la période de consultation de SRM. Prenez note que la période de consultation prendra fin le 20 octobre 2005, tant pour la proposition de SRM que pour le Document de discussion 23-403.

---

1 La British Columbia Securities Commission, l'Alberta Securities Commission, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers.

2 Publiées dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-06-03, Vol. 2 n° 22).

Document de discussion 23-403 des ACVM
Évolution de la structure du marché
et interdiction de procéder à des transactions hors cours

Table des matières

I. INTRODUCTION 1
II. LA STRUCTURE ACTUELLE DU MARCHÉ CANADIEN 2
A. Structure actuelle pour les titres négociés en bourse 2
B. Règles actuelles se rapportant aux transactions hors cours au Canada 3
1. Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* 3
2. Règles universelles d'intégrité du marché – article 5 4
C. Faits nouveaux et changements récents 5
1. Mise sur pied de SNP au Canada qui négocient des titres cotés en bourse au Canada 5
2. Modifications proposées aux RUIM 6
a) Transactions hors marché 6
b) La proposition visant les transactions hors cours 7
3. Faits nouveaux aux États-Unis et considérations internationales 8
a) Faits nouveaux aux États-Unis 8
b) Considérations internationales 10
4. Marchés des instruments dérivés 10
III. RÔLE ET PORTÉE DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS 11
A. Nature de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours 11
1. Réaliser un équilibre entre la confiance des investisseurs et la concurrence et l'innovation 11
2. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours en tant qu'obligation envers le client 12
3. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours en tant qu'obligation envers le marché 12
B. À qui devrait être imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours? 13
1. L'interdiction devrait-elle être imposée au participant au marché? 13
2. L'interdiction devrait-elle être imposée aux marchés? 14
C. Respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours 15
1. Respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours au moment de l'exécution ou simultanément 15
a) Mode d'établissement de l'interdiction 16
b) Incidence sur les exigences en matière d'accès 16
c) Profondeur du registre ou meilleure offre d'achat/offre de vente 17
d) Ordres de balayage 18
2. Interdiction de procéder à des transactions hors cours pour les marchés dotés d'une transparence limitée avant la transaction ou d'autres caractéristiques d'exécution inhabituelles 18
a) Profondeur du registre ou meilleure offre d'achat/meilleure offre de vente? 19
IV. DISPENSES DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS 20
A. Dispenses se rapportant à l'établissement du cours ou à des conditions particulières 20
B. Dispenses à l'égard des opérations en bloc 20
C. Dispense à l'égard des tranches invisibles d'un ordre 22
D. Questions prises en compte par la SEC 22

1. Marchés rapides et marchés lents 22
2. Faculté de retrait générale 23
V. INCIDENCES DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS . 23
A. Questions liées à l'exploitation 23
B. Échelons de cotation 24
C. Questions corrélatives se rapportant à la négociation des mêmes titres sur plusieurs marchés 24
1. Meilleure exécution 24
2. Marchés figés ou croisés 26
3. Méthode de répartition des transactions : différence entre la priorité du cours et la priorité du cours-priorité temporelle 26
4. Dernier cours vendeur 27
VI. ÉVALUATION DE L'INCIDENCE SUR LES MARCHÉS 27
A. Étude de la SEC sur les taux et l'incidence des transactions hors cours 27
B. Statut des données sur les transactions hors cours au Canada 28
VII. CONCLUSIONS 28
VIII. CONSULTATION 29
A. Questions précises 29
B. Commentaires 31
C. Tribune publique 32
D. Questions 32

I. INTRODUCTION

Le présent document de discussion traite des faits nouveaux sur les marchés et des incidences pour notre marché, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours (l'interdiction de procéder à des transactions hors cours).

L'examen de la structure du marché et de réglementation a commencé dans les années 90, lorsqu'un intérêt pour l'exploitation de nouveaux types de marchés (alors connus sous le nom de « systèmes électroniques exclusifs » et maintenant appelés systèmes de négociation parallèles) s'est manifesté au Canada. Le débat sur la réglementation a porté sur les avantages et les inconvénients de marchés multiples. Il a également porté sur la concurrence engendrée par les nouveaux marchés et les choix offerts aux investisseurs en ce qui concerne le lieu et le mode d'exécution des opérations. On a aussi déterminé que l'implantation de multiples marchés pouvait entraîner une fragmentation de la formation des cours et de la surveillance des marchés.

En décembre 2001, les ACVM ont instauré la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (la NC 21-101) ainsi que la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (collectivement, les textes sur les SNP). Les textes sur les SNP avaient pour objectifs ce qui suit : 1) favoriser la concurrence et, par conséquent, les choix offerts aux investisseurs; 2) définir et mettre en œuvre les exigences qui préservent et améliorent l'intégrité du marché lorsqu'il existe plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres; et 3) minimiser les incidences de toute fragmentation causée par la concurrence en établissant des règles de transparence ainsi que d'autres exigences. Les textes sur les SNP ont créé une structure réglementaire pour la réglementation des marchés[1], en obligeant notamment les SNP à conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation. Ils imposaient des exigences de transparence à l'égard des ordres et des opérations portant sur les titres cotés et les titres d'emprunt non cotés[2]. Les dispositions sur la meilleure exécution, l'accès équitable et l'interdiction de manipulation et de fraude visaient à renforcer l'intégrité de tous les marchés.

Depuis 2001, de nouveaux types de marchés dotés de différents types de méthodologie d'exécution des opérations se sont implantés au Canada, ce qui a soulevé des questions en ce qui concerne l'application des règles actuelles de conduite des marchés et le traitement des participants qui ne sont pas des courtiers mais ont un accès direct aux marchés. On s'est également demandé si le même niveau de transparence convenait aux différents types de marchés, si la consolidation des données était nécessaire étant donné l'évolution de la technologie et, récemment, quel serait le rôle d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Le présent document porte sur cette interdiction.

Une « transaction hors cours » se produit lorsqu'une cotation ou « un ordre diffusé sur un marché » qui est doté d'un meilleur cours est contourné et qu'une transaction est exécutée à un cours inférieur. Les transactions hors cours peuvent se produire dans un contexte intramarché (au sein d'un même marché) ou intermarchés (entre plusieurs marchés qui négocient le même titre). L'« interdiction de procéder à des transactions hors cours » renvoie à l'obligation de s'assurer que les ordres dotés d'un meilleur cours sur tout autre marché sont exécutés avant ou immédiatement après une transaction, ou en même temps que celle-ci. En d'autres termes, l'interdiction totale de procéder à des transactions hors cours exige qu'une entité s'assure que ses ordres ne contournent pas les ordres dotés d'un meilleur cours qui figurent déjà au registre[3].

De récents changements au sein des marchés des capitaux ont incité les autorités de réglementation et les organismes d'autoréglementation (OAR) tant au Canada qu'à l'étranger à formuler des propositions sur cette question. Le 31 janvier 2005, la Bourse de Montréal a mis en œuvre une règle se rapportant aux opérations en bloc. Services de réglementation du marché inc. (SRM) a publié une proposition concernant la négociation de blocs de titres et l'interdiction de procéder à des transactions hors cours[4].

---

1 Un « marché » est une bourse, un système de cotation et de déclaration d'opérations ou un système de négociation parallèle.

2 Les exigences sont énoncées aux parties 7 et 8 de la NC 21-101.

3 Nous observons que les coûts, y compris les frais d'accès, devraient être pris en compte pour déterminer sur quel marché les meilleurs cours sont affichés.

4 Ces changements sont discutés en détail à la rubrique II C.2. ci-dessous.

Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) vient d'adopter le règlement dit *Regulation NMS* qui apporte des modifications à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours (la règle dite « *Order Protection Rule* », soit la règle sur la protection des ordres), à l'accès (la règle dite « *Access Rule* », soit la règle sur l'accès), à la décimalisation et aux frais de données[5].

Les ACVM demandent aux intéressés de formuler des commentaires sur les questions soulevées dans le présent document de discussion à propos de l'évolution de la structure du marché et des transactions hors cours. Elles estiment qu'il est temps d'ouvrir un débat sur l'évolution générale souhaitable de la structure du marché, et notamment sur le rôle d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Nous estimons qu'il importe, dans le cadre du débat, de définir les objectifs que nous tentons d'atteindre et les problèmes que nous souhaitons éviter ou atténuer. Voici les facteurs à prendre en considération, selon les ACVM, pour déterminer la structure et les exigences appropriées pour le Canada : 1) réaliser un juste équilibre entre la réglementation et la concurrence entre tous les types de marchés; 2) reconnaître et soutenir le rôle des petits investisseurs dans le marché; 3) favoriser une interaction des ordres et une profondeur affichée accrues; et 4) stimuler l'innovation.

1. *Quels facteurs ou critères faut-il prendre en considération pour déterminer la structure et les exigences appropriées pour le marché canadien?*

Nous encourageons tous les types de participants au marché à participer au débat afin de garantir que toutes les questions sont abordées, de sorte que les résultats réalisent un juste équilibre entre la protection des investisseurs et le maintien de marchés des capitaux équitables et efficients. La protection des investisseurs exige que nous examinions la position de tous les investisseurs, qu'ils soient de grande ou de petite envergure. La garantie de marchés équitables et efficients exige que nous prenions en considération les incidences sur tous les participants de la mise en œuvre d'une politique.

Ce document traite de la structure actuelle du marché canadien (partie II), du rôle et de la portée d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours (partie III), des dispenses de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours (partie IV), des incidences de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours (partie V), de l'incidence sur les marchés (partie VI) et des conclusions (partie VII).

II. LA STRUCTURE ACTUELLE DU MARCHÉ CANADIEN

A. Structure actuelle pour les titres négociés en bourse

Traditionnellement, au Canada, la négociation de titres de participation cotés en bourse ne pouvait se produire que sur des bourses. Depuis 1999, les titres ne sont négociés que sur un marché national[6]. Les systèmes technologiques des bourses ont créé une interdiction de procéder à des transactions hors cours au sein de leur propre marché (c.-à-d. une interdiction de procéder à des transactions hors cours intramarché). Nous abordons ces questions principalement dans le contexte de titres de participation cotés en bourse, bien que les mêmes questions puissent s'appliquer à tous les titres qui se négocient sur plusieurs marchés, par exemple les titres de créance de sociétés négociés sur de multiples systèmes de négociation parallèle (SNP).

Comme nous avons pu l'observer, les textes sur les SNP ont grandement facilité la concurrence et l'innovation sur le marché canadien en accueillant de nouveaux marchés qui possèdent divers modèles de négociation. De nouvelles technologies de négociation sont en voie d'élaboration qui permettront tant aux courtiers qu'à d'autres personnes de négocier directement sur un marché. Les marchés peuvent présentement se livrer concurrence en tentant d'améliorer les possibilités de négociation existantes en

---

5 Securities and Exchange Commission, Release No. 34-51808; File No. S7-10-04 *Regulation NMS*, publié le 16 juin 2005 (SEC Final Release).

6 Ceci ne comprend pas les titres qui sont intercotés sur les bourses étrangères. En 1999, les bourses canadiennes ont conclu une entente aux termes de laquelle la Bourse de Toronto négocierait les titres de participation de sociétés à forte capitalisation, la Canadian Venture Exchange (maintenant la Bourse de croissance TSX) négocierait les titres de participation de sociétés à faible capitalisation tandis que la Bourse de Montréal négocierait les instruments dérivés.

établissant des différences quant au cours, aux coûts d'exécution, à la liquidité et à la rapidité d'exécution, entre autres. Cette concurrence est à l'avantage de tous les investisseurs, puisque ceux-ci bénéficient de davantage de choix, de meilleurs services, voire d'une réduction des coûts d'exécution.

Les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) administrées par SRM pour le compte des bourses et pour les SNP ont été adoptées afin de réglementer la négociation sur les marchés. Elles ont été libellées initialement en fonction de la structure existante des bourses. Toutefois, étant donné la mise sur pied de nouveaux SNP et l'élaboration de méthodologies innovatrices de négociation, SRM a récemment entrepris un examen stratégique des RUIM afin de s'assurer que les dispositions sont neutres envers les marchés et ne favorisent pas une structure par rapport à une autre.

2. *Quelles questions liées à la structure des marchés devraient être prises en compte dans le cadre du débat sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?*

3. *La discussion au sujet de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle tenir compte de la négociation de titres négociés hors bourse sur des marchés autres que des bourses (par exemple, des titres à revenu fixe qui se négocient sur plus d'un SNP)? Dans l'affirmative, veuillez indiquer les questions liées à la structure des marchés qui doivent être examinées.*

B. Règles actuelles se rapportant aux transactions hors cours au Canada

Les règles existantes se rapportant aux transactions hors cours sont liées aux obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur prix et sont récapitulées ci-dessous. Ces règles ont été élaborées dans le cadre de la codification de l'obligation fiduciaire d'un courtier envers son client. Elles n'ont pas été élaborées en vue de favoriser la création d'une obligation distincte imposée à tous les participants envers le marché et à l'égard des ordres qui figurent déjà au registre. Jusqu'à dernièrement, aucune question n'avait été soulevée par ces règles

- puisqu'il n'existait pas de multiples marchés qui négociaient les mêmes titres au Canada;
- puisque les systèmes des marchés existants faisaient respecter l'obligation d'exécution au meilleur prix;
- puisque seuls les courtiers avaient un accès direct aux marchés existants.

1. Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation*

Selon la Partie 4 de la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (la NC 23-101), un courtier qui agit comme mandataire d'un client doit faire des efforts raisonnables pour que le client reçoive le meilleur prix d'exécution[7]. Nonobstant cette exigence, le courtier ne doit pas exécuter sur un marché une opération qui pourrait être effectuée à un meilleur prix sur un autre marché ou avec un autre courtier[8]. Les obligations énoncées dans la NC 23-101 ne s'appliquent qu'aux courtiers qui agissent « comme mandataire d'un client » et ne visent pas les personnes autres que des courtiers ou des courtiers agissant en qualité de contrepartistes.

Ces exigences n'imposent pas expressément une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Toutefois, l'obligation d'exécution au meilleur prix impose de manière implicite des restrictions quant à la manière dont le courtier peut exécuter l'ordre, c.-à-d. au meilleur cours disponible et sans contourner les ordres dotés d'un meilleur cours[9].

---

7 Paragraphe 4.2(1) de la NC 23-101.

8 Paragraphe 4.2(2) de la NC 23-101.

9 Se reporter à la rubrique V.C.1 ci-dessous pour une discussion de la meilleure exécution et de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Nous reconnaissons que les points de vue actuels divergent quant à la définition de la meilleure exécution et la mesure dans laquelle elle devrait être axée sur le meilleur cours. Même si le cours en constitue la portée principale, plusieurs facteurs sont pris en ligne de compte afin d'établir la meilleure exécution, y compris le volume, le sens de l'évolution des cours, la taille de l'écart et la liquidité globale. Les investisseurs institutionnels peuvent rechercher la rapidité d'exécution ou la certitude et peuvent préciser une bourse ou un mécanisme particuliers (p. ex., clôture du marché), ou vouloir négocier d'une manière particulière (p. ex. de façon anonyme). Le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les*

2. Règles universelles d'intégrité du marché – article 5

Les RUIM lient également l'interdiction de procéder à des transactions hors cours aux obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours.

Le paragraphe 5.1 des RUIM, *Exécution d'ordres clients au meilleur cours*, exige d'un participant[10] qu'il « s'efforce d'exécuter chaque ordre client aux conditions les plus avantageuses pour le client le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché ». Le paragraphe 5.2 des RUIM, *Meilleur cours*, se lit comme suit :

> (1) Avant d'exécuter un ordre client, un participant déploie des efforts raisonnables pour s'assurer que :
>
> a) l'ordre est exécuté au meilleur cours acheteur s'il s'agit d'une offre faite par le client;
>
> b) l'ordre est exécuté au meilleur cours vendeur s'il s'agit d'un achat par le client.

L'alinéa 5.2(2) prévoit des exceptions à l'obligation d'exécution au « meilleur cours » :

- à l'égard d'un ordre qui, selon une autorité de contrôle du marché conformément au sous-alinéa 6.4b)[11], doit ou peut être exécuté autrement que sur un marché en vue d'en préserver le bon fonctionnement et le caractère équitable;

- à l'égard d'un ordre assorti de conditions particulières[12], à moins :

  (i) soit que le titre ne soit pas un titre coté en bourse ou un titre inscrit et que les règles du marché de la bourse ou du SCDO régissant les transactions effectuées par suite d'un ordre assorti de conditions particulières ne précisent autrement,

  (ii) soit que l'ordre ne puisse être exécuté intégralement selon ses conditions sur un marché ou auprès d'un teneur de marché indiqué dans un affichage consolidé du marché;

- à l'égard d'un ordre qui, selon les directives ou l'approbation du client, doit être saisi sous forme d'ordre au cours du marché, d'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, d'ordre au dernier cours, d'ordre de base ou d'ordre au premier cours[13].

---

accords de paiement indirect au moyen des courtages a été publié le 4 février 2005 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-02-04, Vol. 2 n° 5). Se reporter à la page 9 du Document de réflexion 23-402 pour de plus amples renseignements sur la meilleure exécution.

[10] Un « participant », selon la définition qui figure au paragraphe 1.1 des RUIM, s'entend « a) soit d'un courtier inscrit conformément aux lois sur les valeurs mobilières d'un territoire qui est, selon le cas (i) membre d'une bourse, (ii) utilisateur d'un SCDO, (iii) adhérent d'un SNP; b) soit d'une personne qui a accès à la négociation sur un marché et qui exerce des fonctions d'un teneur de marché des instruments dérivés ».

[11] Le paragraphe 6.4 des RUIM exige qu'un participant réalise ses transactions sur un marché sauf dans certains cas. Selon le sous-alinéa b) une transaction peut être exécutée autrement que sur un marché en vue de préserver le bon fonctionnement ou le caractère équitable d'un marché si l'autorité de contrôle du marché l'exige ou le permet.

[12] « *ordre assorti de conditions particulières* Ordre d'achat ou de vente d'un titre, selon le cas :
a) visant moins qu'une unité de négociation standard;
b) dont l'exécution est assujettie à une condition autre que quant au prix ou à la date de règlement;
c) qui, à l'exécution, serait réglé à une date autre :
(i) que le troisième jour ouvrable suivant la date de la transaction,
(ii) qu'une date de règlement prévue dans une règle ou une directive particulière dont il est question à l'alinéa (2) du paragraphe 6.1 des présentes publiée par une bourse ou un SCDO. »

[13] Ces ordres sont définis au paragraphe 1.1 des RUIM de la manière suivante :
« *ordre au cours du marché* Ordre d'achat ou de vente d'au moins un titre donné qui est saisi sur un marché un jour de bourse pour être négocié à un ou plusieurs moments établis par le marché ce jour-là au cours fixé par le système de négociation du marché. »
« *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume* Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin d'exécuter les transactions au cours moyen du titre négocié sur ce marché ce jour-là ou sur toute combinaison de marchés connus au moment de la saisie de l'ordre. »
« *ordre au dernier cours* Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin qu'il soit exécuté au cours de clôture du titre sur ce marché ce jour-là. »

L'article 2 de la Politique 5.2 prise aux termes des RUIM, *Exécution au meilleur cours*, fait mention de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours dans le cadre de l'« exécution au meilleur cours » et énonce que : « les participants ne peuvent pas sciemment passer outre à une offre d'achat ou de vente à meilleur cours sur un marché en effectuant une transaction (soit unilatéralement soit par compensation) à un cours inférieur sur une bourse ou un autre marché organisé. Cette interdiction s'applique même si le client donne son accord. Les participants peuvent effectuer la transaction […] si les meilleures offres d'achat ou de vente […] sur les marchés sont remplies avant la transaction effectuée sur l'autre bourse ou l'autre marché organisé ou en même temps. L'heure de la saisie de l'ordre est l'heure de référence pour déterminer s'il y a un meilleur cours sur un marché. » La Politique s'applique aux « ordres actifs » c'est-à-dire au « ordres susceptibles d'entraîner une transaction hors cours s'ils remplissent une offre d'achat ou de vente existante sur une autre bourse ou un autre marché organisé à un cours inférieur au cours acheteur ou vendeur sur un marché à l'époque. »

Tel qu'il a été mentionné ci-dessus, les dispositions des RUIM qui imposent des obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours ne s'appliquent qu'aux activités qu'entreprend un courtier en qualité de mandataire et non aux courtiers qui agissent en qualité de contrepartistes ni aux personnes autres que les courtiers. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours se trouve dans la Politique prise aux termes des RUIM et est liée aux obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours. Toutefois, l'article 2 de la Politique 5.2, *Transactions hors cours sur d'autres marchés*, va plus loin, puisqu'il prévoit que « la présente politique s'applique aux transactions effectuées pour des comptes canadiens et pour le compte propre (stock [c'est-à-dire « inventaire »]) de participants. »

C. Faits nouveaux et changements récents

Un examen de la question des transactions hors cours et des exigences actuelles a été rendu nécessaire en raison de plusieurs faits nouveaux qui se sont récemment produits ainsi qu'en conséquence de modifications proposées. Ces faits nouveaux et changements sont abordés ci-dessous.

1. Mise sur pied de SNP au Canada qui négocient des titres cotés en bourse au Canada

Jusqu'à 2005, les SNP qui étaient exploités au Canada aux termes des textes sur les SNP étaient établis à l'étranger et n'exécutaient pas d'opérations sur titres cotés au Canada. Les opérations visant les titres négociés en bourse au Canada ne se produisaient qu'à la Bourse de Toronto (TSX), à la Bourse de croissance TSX et, dernièrement, sur le Canadian Trading and Quotation System (CNQ). Ces bourses ne permettent l'accès que par l'entremise de courtiers (même lorsque des clients institutionnels ont recours à des « mécanismes d'accès direct »)[14]. Leurs systèmes accordent la priorité aux cours, ce qui, de concert avec les obligations de meilleure exécution, fait en sorte que, dans les faits, la négociation a toujours lieu au meilleur cours.

Un SNP qui négocie des titres cotés au Canada a été inscrit en vue d'exercer ses activités dans un certain nombre de territoires au Canada. Tant les investisseurs institutionnels que les courtiers ont un accès direct au système de négociation. Le fonctionnement de ce SNP a recentré l'attention sur les règles actuelles se rapportant à la protection contre les transactions hors cours : les courtiers sont

---

« *ordre de base* Ordre en vue de l'achat ou de la vente de titres cotés en bourse ou de titres inscrits :
a) lorsque le participant ou la personne ayant droit d'accès, avant la saisie de l'ordre, a déclaré à une autorité de contrôle du marché son intention de le saisir;
b) qui sera exécuté moyennant un cours qui est établi d'une manière qu'une autorité de contrôle du marché juge acceptable en fonction du cours obtenu par l'exécution, lors de ce même jour de bourse, d'une ou de plusieurs transactions visant un instrument dérivé qui est inscrit à la cote d'une bourse ou inscrit à un SCDO;
c) qui constitue au moins 80 % de la pondération en actions de l'intérêt sous-jacent des instruments dérivés visés par la ou les transactions dont il est question à l'alinéa b). »
«*ordre au premier cours* Ordre d'achat ou de vente d'un titre saisi sur un marché un jour de bourse afin de calculer le cours d'ouverture du titre sur ce marché ce jour-là et d'exécuter l'ordre à ce cours. »

[14] Les « mécanismes d'accès direct » et l'« accès direct au marché par le truchement d'intermédiaires » renvoient la Règle 2-501 de la TSX et à tout accès semblable. Dans ce document, lorsque nous mentionnons l'« accès direct », nous n'incluons pas l'accès du type prévu par la Règle 2-501.

assujettis à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours mais pas les participants au marché[15] (institutions ou autres investisseurs) qui ne sont pas des courtiers. En conséquence, certains des adhérents à ce SNP ne sont pas assujettis à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours en vertu de ces règles.

L'existence de multiples marchés dont le système n'applique pas l'obligation d'exécution au meilleur cours (qui est la définition actuelle de la meilleure exécution) donne ouverture à la possibilité d'une tension entre les obligations d'exécution au meilleur cours et les stratégies d'exécution préférées. Compte tenu du fait que les différents participants, soit les courtiers agissant en qualité de mandataires, les courtiers agissant en qualité de contrepartistes et les personnes autres que des courtiers, ont des objectifs différents en matière de négociation et des obligations fiduciaires divergentes, la méthode utilisée en vue de respecter l'obligation d'obtenir le meilleur cours et d'atteindre les objectifs en matière de négociation peut varier. Parfois, négocier selon ce qui serait le meilleur cours peut s'opposer directement aux souhaits du client pour ce qui est de l'exécution qu'il désire privilégier, particulièrement lorsqu'on tient compte de tous les facteurs qui entrent en ligne de compte dans la décision de négocier.

2. Modifications proposées aux RUIM

a) Transactions hors marché

En août 2004, SRM a proposé des modifications afin de contrer le contournement intentionnel d'ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché dans le cadre de l'exécution d'une transaction visant un bloc important de titres[16]. Une proposition révisée a été déposée de nouveau et publiée le 29 avril 2005[17] sans la partie qui s'appliquait aux transactions hors cours (la proposition visant les transactions hors cours est abordée ci-dessous). Les modifications avaient été proposées en partie en réponse à la situation qui se produit lorsqu'un bloc important de titres était négocié « hors marché », et ce, en conséquence de préoccupations entourant la faculté d'évaluer convenablement les risques de la négociation du bloc à la lumière de l'existence d'ordres « iceberg »[18] (dont une partie est constituée d'ordres non déclarés)[19].

Les modifications proposées portaient, entre autres, sur ce qui suit :

- l'obligation d'exécution au « meilleur cours » vaut au moment de l'exécution et non de la saisie de l'ordre;
- ce qui constitue les « efforts raisonnables » auxquels on s'attend de la part d'un participant aux termes de cette obligation;
- un mécanisme pour plafonner l'obligation d'exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours au volume déclaré dans certains cas[20].

Les modifications font présentement l'objet d'un examen par la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers (les autorités de reconnaissance).

---

15 Dans le présent document, le terme « participants au marché » désigne toute personne qui a un accès direct aux marchés, qu'il s'agisse de courtiers, de clients institutionnels ou de clients de détail. L'expression ne comprend pas les clients aux termes de la Règle 2-501 de la TSX, puisqu'ils ont accès aux marchés par l'entremise de courtiers qui sont responsables des négociations.

16 Publiées dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financier (2004-08-20, Vol. 1 n° 29).

17 Publiée de nouveau dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-04-29, Vol. 2 n° 17).

18 Pour une discussion des « ordres iceberg », se reporter à la rubrique IV.C ci-dessous.

19 Habituellement, lorsqu'on négocie un bloc de titres à la TSX, le courtier doit « exécuter les ordres figurant au registre », y compris la tranche non déclarée des ordres iceberg, ce qui rend la quantification de l'obligation très difficile à établir.

20 Si le cours dans le cadre de la transaction organisée au préalable ou de l'application intentionnelle n'est pas inférieur au moindre de 95 % du meilleur cours acheteur et de 10 échelons de cotation inférieurs au meilleur cours acheteur et n'est pas supérieur au plus élevé de 105 % du meilleur cours vendeur et de 10 échelons de cotation supérieurs au meilleur cours vendeur, l'ordre peut être désigné comme « transaction désignée » et il n'est nécessaire de l'exécuter que jusqu'à concurrence du volume déclaré sur le marché avant l'exécution.

b) La proposition visant les transactions hors cours

SRM a déposé auprès des autorités de reconnaissance un avis de consultation concernant des modifications aux RUIM se rapportant aux transactions hors cours[21]. Les modifications ont pour objet d'offrir une solution intermédiaire au problème des transactions hors cours dans le contexte de l'existence de plusieurs marchés. La règle actuelle aux termes des RUIM impose une obligation d'exécution au meilleur cours uniquement aux participants[22]. En vertu des modifications, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours serait séparée de l'obligation d'exécution au meilleur cours, et une interdiction distincte de procéder à des transactions hors cours s'appliquerait tant aux courtiers qu'aux personnes qui ne sont pas des courtiers. Les modifications exigeraient d'un participant, lorsqu'il négocie un ordre propre, un ordre non-client ou un ordre client, ou d'une personne ayant droit d'accès[23], lorsqu'elle négocie directement sur un marché ou sur un marché réglementé, de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés au moment de l'exécution d'une transaction à un cours inférieur sur un autre marché. Afin d'établir si un participant ou une personne ayant droit d'accès a déployé des « efforts raisonnables » en vue d'exécuter des ordres dotés d'un meilleur cours, il serait tenu compte des facteurs suivants :

- la question de savoir si le participant ou la personne ayant droit d'accès a accès au marché sur lequel sont affichés l'ordre ou les ordres dotés du meilleur cours, ainsi que les frais supplémentaires qui seraient engagés afin d'accéder à cet ordre ou à ces ordres;
- la question de savoir si le participant ou la personne ayant droit d'accès a respecté l'obligation, prévue à l'article 2 de la Politique 2.1[24], de déplacer le marché.

Les autorités de reconnaissance de SRM ont publié le 3 juin 2005 un avis indiquant qu'elles examineraient la proposition dans le contexte du présent document[25].

Il est à observer que la proposition de SRM n'éliminerait pas les transactions hors cours. Aux termes des modifications proposées, une personne ayant droit d'accès est soumise au critère des « efforts raisonnables » lorsqu'elle est uniquement tenue d'exécuter des ordres dotés d'un meilleur cours sur des marchés auxquels elle a accès. En conséquence, une personne ayant droit d'accès qui souhaite faire des opérations sur plusieurs marchés mais choisit d'avoir un accès direct à un seul SNP peut négocier à n'importe quel cours sur ce SNP si elle a accès à d'autres marchés (la TSX ou à d'autres SNP) qu'en donnant des ordres à un courtier. Ceci crée une lacune selon laquelle une personne ayant droit d'accès peut décider si l'interdiction de procéder à des transactions hors cours s'applique à ses ordres.

En outre, aucune analyse n'a été fournie concernant l'incidence des coûts de la proposition sur les personnes ayant droit d'accès ou concernant les coûts qui incombent à SRM de manière générale afin de surveiller et de faire respecter ces obligations imposées à des personnes autres que des courtiers. Le fait d'imposer des obligations aux participants au marché, y compris à des personnes autres que des courtiers, a des incidences pratiques sur les participants au marché et sur la structure du marché, lesquelles n'ont fait l'objet d'aucune discussion.

La proposition de SRM élargirait l'application des règles aux participants au marché qui n'y sont pas actuellement assujettis. Elle prend pour hypothèse que tous les participants directs au marché devraient être assujettis à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, sans se poser au préalable les questions suivantes :

- qui devrait être assujetti à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?
- dans quelle mesure?

---

21 Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-06-03, Vol. 2 n° 22).

22 Se reporter à la rubrique B.2. ci-dessus.

23 Le paragraphe 1.1 des RUIM définit une personne ayant droit d'accès comme « une personne autre qu'un participant qui est :
a) soit un adhérent;
b) soit un utilisateur. »

24 La Politique 2.1 se rapporte aux principes d'équité dans le commerce.

25 Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-06-03, Vol. 2 n° 22).

4. Veuillez fournir des commentaires concernant la proposition de SRM au sujet de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Avec quels éléments êtes-vous en accord ou en désaccord et pourquoi?

3. Faits nouveaux aux États-Unis et considérations internationales

a) Faits nouveaux aux États-Unis

Le 6 avril 2005, la SEC a approuvé le règlement dit *Regulation NMS* qui modifiera de façon considérable les règles actuelles sur les transactions hors cours aux États-Unis. Traditionnellement, les règles portant sur les transactions hors cours étaient établies aux États-Unis individuellement en fonction du marché concerné. Les bourses américaines, y compris la Bourse de New York (NYSE), ont adopté une règle à l'égard des titres cotés en bourse mais le marché NASDAQ n'a pas emboîté le pas. Les bourses américaines avaient recours à un système de spécialistes selon lequel les cotations n'étaient pas immédiatement accessibles, ce qui entraînait parfois des retards dans l'exécution et la déclaration des transactions. Les SNP qui négocient des titres du marché NASDAQ se sont plaints que les retards au niveau de la cotation et des données relatives aux transactions leur nuisaient considérablement s'ils étaient tenus de transmettre des ordres aux bourses américaines en vue de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

En réponse à ce problème et à d'autres problèmes, la SEC a publié en février 2004 aux fins de consultation un règlement qui a suscité énormément de commentaires, ainsi qu'une deuxième version en décembre 2004. Le règlement dit *Regulation NMS*, y compris la règle sur la protection des ordres, a été adopté le 6 avril 2005. La règle sur la protection des ordres exige des places financières[26] qu'elles « [TRADUCTION] établissent, maintiennent et fassent respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour prévenir des transactions hors cours à l'égard de cotations protégées[27] visant des titres du système de marché national qui ne sont pas visés par une exception […] et, si elles se prévalent d'une des exceptions prévues par la règle, qui sont raisonnablement conçues pour garantir la conformité aux modalités de l'exception[28]. » Afin d'être protégée, une cotation doit être immédiatement et automatiquement accessible. La protection contre les transactions hors cours s'applique à la meilleure offre d'achat et à la meilleure offre de vente provenant de chaque type de participant.

Compte tenu de la structure fragmentée du marché boursier aux États-Unis, l'imposition de l'interdiction aux marchés plutôt qu'aux participants au marché a réduit le nombre de liens nécessaires et constitue une solution qui impose la mesure de l'interdiction aux marchés plutôt qu'aux participants. En outre, l'interdiction s'applique de façon égale à tous les ordres, qu'il s'agisse d'ordres provenant d'un courtier, de clients institutionnels ou de clients de détail, le cas échéant. Le document de consultation de la SEC indique également clairement que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et l'obligation de meilleure exécution sont distinctes et que l'adoption de la règle sur la protection des ordres « [TRADUCTION] ne diminue aucunement l'obligation de meilleure exécution des courtiers[29] ».

---

[26] Une « place financière » (au sens de *trading center*) est, en vertu du règlement dit *Regulation NMS*, « [TRADUCTION] une bourse nationale de valeurs mobilières ou une association nationale de valeurs mobilières qui exploite un mécanisme de négociation d'un OAR, un système de négociation parallèle, un teneur de marché boursier, un teneur de marché hors bourse ou tout autre courtier qui exécute des ordres à l'interne en négociant pour compte propre ou en faisant l'application d'ordres en qualité de mandataire ».

[27] Une « cotation protégée » (au sens de *protected quotation*) est « [TRADUCTION] une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée », ce qui se définit comme une « [TRADUCTION] cotation affichée par une place financière automatisée, diffusée conformément à un plan du système de marché national efficace et qui constitue la meilleure offre d'achat ou la meilleure offre de vente d'une bourse nationale de valeurs mobilières […] du marché boursier Nasdaq […] ou d'une autre association nationale de valeurs mobilières ». Voir note 5, SEC Final Release, Rule 242.600(b)(57).

[28] Voir note 5, SEC Final Release, Rule 242.611(a).

[29] Voir note 5, SEC Final Release, à la page 159.

La règle sur la protection des ordres comprend un certain nombre d'exception aux obligations de « protection des ordres »[30], dont les suivantes :

a) une exception aux fins « d'autoassistance » lorsque l'opération qui constituait une transaction hors cours a été réalisée au moment où la place financière affichant la cotation protégée qui a été contournée subissait « [TRADUCTION] une panne, un retard important ou un mauvais fonctionnement important de ses systèmes ou de son matériel ».

b) une exception lorsque l'opération qui constituait une transaction hors cours revêtait l'une des caractéristiques suivantes :

   (i) il s'agissait d'une opération d'ouverture, de réouverture ou de clôture dotée d'un cours unique;

   (ii) elle était exécutée au moment où une offre d'achat protégée était dotée d'un cours plus élevé qu'une offre de vente protégée (c.-à-d. des marchés croisés);

   (iii) il s'agissait de l'exécution d'un ordre qui, lorsqu'il est acheminé à la place financière, est désigné comme ordre de balayage intermarchés (*intermarket sweep order*)[31];

   (iv) il s'agissait d'une opération réalisée par une place financière qui a acheminé simultanément un ordre de balayage intermarchés en vue d'une exécution jusqu'à concurrence de la taille intégrale affichée d'une cotation protégée qui a été contournée[32];

   (v) il s'agissait de l'exécution d'un ordre doté d'un cours qui n'était pas fondé, directement ou indirectement, sur le cours coté du titre du système de marché national au moment de l'exécution et dont les modalités importantes ne pouvaient raisonnablement être établies au moment où l'engagement à exécuter l'ordre a été donné (c.-à-d. des ordres de référence, par exemple des ordres au cours moyen pondéré par le volume (CMPV));

   (vi) il s'agissait de l'exécution, par une place financière, d'un ordre à l'égard duquel, au moment de sa réception, la place financière a garanti une exécution à un cours non inférieur à un cours déterminé (ordre stop) lorsque l'ordre stop était pour le compte d'un client, que le client a convenu du cours en fonction de chaque ordre individuel et que le cours de l'opération hors cours était inférieur à la meilleure offre d'achat sur le plan national (dans le cas d'un ordre d'achat) ou supérieur à la meilleure offre de vente à l'échelle nationale (dans le cas d'une offre de vente) au moment de l'exécution (c.-à-d., un ordre stop dans le cours).

c) une exception lorsque la place financière affichant la cotation protégée qui a été contournée avait affiché, dans la seconde qui précédait l'exécution de l'opération qui constituait une transaction hors cours, une meilleure offre d'achat ou une meilleure offre de vente dotée d'un cours qui était égal ou inférieur au cours de l'opération hors cours (c.-à-d., cotation oscillante).

---

30 Voir note 5, SEC Final Release, Rule 242.611(b).

31 Un « ordre de balayage intermarchés » (au sens de *intermarket sweep order*) est défini de la manière suivante : « [TRADUCTION] lorsqu'il est acheminé à une place financière, l'ordre à cours limité est désigné comme ordre de balayage intermarchés et, simultanément à l'acheminement de l'ordre à cours limité désigné comme ordre de balayage intermarchés, un ou plusieurs autres ordres à cours limité sont acheminés en vue d'une exécution contre la taille intégrale affichée de toute [cotation] protégée visant un titre du système du marché national doté d'un cours qui est supérieur au cours limité de l'ordre à cours limité désigné comme ordre de balayage intermarchés. Ces ordres supplémentaires acheminés doivent également être désignés comme ordres de balayage intermarchés ». Cette dispense s'applique lorsque le courtier achemine l'ordre sous forme d'ordre de balayage intermarchés. Voir note 5, SEC Final Release Rule 242.600(b)(30).

32 Cette dispense permet à la place financière d'acheminer des ordres de balayage intermarchés et, ainsi, de permettre des exécutions internes immédiates sur la place financière. Elle favorise l'exécution immédiate d'ordres visant des blocs de titres par des courtiers pour le compte de leurs clients institutionnels. (Voir note 5, SEC Final Release à la page 153).

Le Canada ne possède pas autant de marchés que les États-Unis. En conséquence, si les autorités de réglementation décident que des règles régissant les transactions hors cours sont nécessaires, la mise en œuvre d'une protection contre les transactions hors cours intermarchés pourrait être moins compliquée.

Nous observons que la version finale du règlement de la SEC comportait également un avis dissident rédigé par deux des commissaires. Les commissaires dissidents remettaient en question la pertinence et la nécessité des changements de politique et doutaient qu'il ait été établi que les taux de transactions hors cours existants soient révélateur d'un problème considérable au niveau de la protection des investisseurs[33]. Ils craignaient que la règle sur les transactions hors cours ne restreigne la concurrence et ne freine l'innovation, et que la mise en œuvre ne soit coûteuse. Ils ont fait valoir qu'une « [TRADUCTION] méthode plus sage et plus pratique en vue d'améliorer l'efficacité des marchés américains pour tous les investisseurs aurait été d'améliorer l'accès aux cotations, de bonifier la connectivité entre les marchés, de préciser l'obligation de meilleure exécution et de réduire les obstacles à la concurrence[34] ».

5. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, quelles différences entre les marchés canadiens et américains devraient être prises en compte?

b) Considérations internationales

Les ACVM étudient également les questions relatives à l'exécution de transactions hors cours sur d'autres marchés que les États-Unis, comme l'Europe et l'Australie. Pendant la période de consultation, nous recueillerons de l'information sur la façon dont ces marchés traitent les transactions hors cours. Nous souhaitons recevoir vos commentaires sur le traitement de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours sur les marchés et par la réglementation des pays d'autres continents, et sur l'applicabilité de ces solutions aux marchés du Canada.

4. Marchés des instruments dérivés

Une tendance croissante au sein des marchés des instruments dérivés consiste en la mise sur pied de mécanismes de négociation de blocs de titres qui permettent à des transactions de blocs de titres qui respectent un seuil déterminé quant à la taille de contourner des ordres dotés d'un meilleur cours figurant au registre des ordres. Certains des marchés des instruments dérivés qui permettent à des transactions de blocs importants de titres de se négocier à l'extérieur de la fourchette des cours sont la Bourse de Montréal, Euronext, Globex, Eurex, le Sydney Futures Exchange, Eurex US, le Chicago Board of Options et l'International Securities Exchange. La mise sur pied récente de ces mécanismes a suscité un débat sur les transactions hors cours semblable à celui qui concerne les titres de participation. Aux États-Unis, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a reçu de nombreux commentaires de la part des divers participants au marché à l'égard de la décision de permettre des mécanismes de négociation de blocs de titres pour les marchés des instruments dérivés.

Au Canada, les règles récemment adoptées par la Bourse de Montréal visant à mettre en œuvre un mécanisme d'opérations en bloc pour certains produits n'ont pas suscité le même niveau d'attention que les dispositions sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours sur les marchés des titres de participation. Avec prise d'effet le 31 janvier 2005, la Bourse de Montréal a adopté de nouvelles règles et procédures afin de permettre des opérations en bloc visant certains produits dérivés[35]. Les modifications dispensent les opérations en bloc importantes de l'obligation de respecter le meilleur cours et permettent aux opérations en bloc dont la taille respecte un seuil de quantité minimale de contourner des ordres dotés d'un meilleur cours visant des instruments dérivés à revenu fixe.

---

33 Securities and Exchange Commission, *Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to the Adoption of Regulation NMS*, daté du 9 juin 2005, à la page 10 (dissidence de la SEC).

34 Voir note 31, dissidence de la SEC à la page 2.

35 Bourse de Montréal, circulaire n° 014-2005 datée du 27 janvier 2005.

À ce jour, l'incidence du mécanisme d'opérations en bloc sur le marché des dérivés est essentiellement inconnue en raison de la rareté des opérations d'une telle envergure et de l'absence de données historiques à leur égard. Toutefois, l'approbation des règles de la Bourse par l'Autorité des marchés financiers était soumise à des conditions[36], notamment que la Bourse réalise une étude sur l'impact des opérations en bloc sur ses marchés pour les six premiers mois de mise en vigueur et qu'elle dépose des rapports statistiques mensuels auprès de l'Autorité des marchés financiers à l'égard des opérations en bloc effectuées sur ses marchés. En outre, la CFTC mène présentement une étude des données du marché afin d'établir l'incidence des opérations en bloc sur les marchés qu'elle réglemente, tant avant qu'après l'exécution.

6. Faut-il traiter les transactions hors cours de manière différente sur les marchés des instruments dérivés et sur les marchés des titres de participation? Motivez votre réponse.

III. RÔLE ET PORTÉE DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS

A. Nature de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours

1. Réaliser un équilibre entre la confiance des investisseurs et la concurrence et l'innovation

Nombre de participants au marché estiment qu'une certaine forme d'interdiction de procéder à des transaction hors cours est importante afin de préserver la confiance des investisseurs à l'égard du marché, surtout dans un marché comme le nôtre, où les petits investisseurs sont nombreux et où il existe des attentes en la matière. Selon eux, en l'absence d'interdiction, il n'existe aucun incitatif à contribuer au processus d'établissement des cours, parce que les investisseurs qui font connaître leurs intentions n'ont aucune assurance que leurs ordres dotés d'un meilleur cours seront exécutés, tandis que d'autres seront en mesure d'utiliser ces renseignements afin d'établir les cours selon lesquels ils peuvent effectuer des opérations. Ils font également valoir que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours crée un incitatif pour que les investisseurs inscrivent leurs ordres à cours limité dans le registre du marché puisqu'ils ont confiance que, si leur ordre est doté du meilleur cours, il sera protégé et exécuté avant les ordres à des cours inférieurs. Ceci suscite la confiance et favorise la liquidité sur le marché en question. Ce point de vue est compatible avec la règle sur la protection des ordres nouvellement adoptée aux États-Unis et, même si nous devons prendre en considération les différences entre nos marchés pour établir les règles indiquées, nous ne pouvons faire fi de l'incidence de règles différentes dans ce domaine[37].

Toutefois, d'autres disent qu'une interdiction intégrale de procéder à des transactions hors cours ne convient pas. Ils font valoir que certains investisseurs, particulièrement les investisseurs institutionnels, sont suffisamment avertis pour décider par eux-mêmes s'ils désirent donner suite à des ordres au meilleur cours disponible. Plusieurs facteurs peuvent entrer en ligne de compte dans la décision d'exécuter une transaction, y compris le prix, la rapidité d'exécution, la certitude d'obtenir l'exécution, le manque à gagner, les commissions et les autres frais d'opération, et le facteur le plus important pour ces investisseurs dans le cadre de l'exécution de la transaction peut ne pas être le prix.

En outre, certains estiment que, si de nouveaux marchés sont conçus afin de permettre aux institutions de négocier entre elles directement, les institutions ne devraient pas être tenues d'« exécuter » les ordres dotés d'un meilleur cours sur le marché traditionnel, surtout si celui-ci y exerce un monopole, puisqu'une telle exigence nuirait à leur faculté d'exécuter leurs transactions sur le marché de leur choix. Les partisans de cet argument font valoir que a) toute obligation envers le marché ne devrait être imposée qu'aux courtiers, et que b) les investisseurs institutionnels qui négocient pour leur propre compte ne devraient être astreints à aucune obligation de la sorte, particulièrement en raison de la taille moyenne de leurs transactions et de leur besoin d'agir dans l'intérêt des personnes dont ils investissent l'argent. Qui

---

[36] Décision n° 2004-SMV-0191, publiée dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 2005-01-28, Vol. 2 n° 4.

[37] Le règlement dit *Regulation NMS* est abordé ci-dessus à la rubrique II.C.3.

plus est, l'imposition d'une obligation aux marchés ou aux participants au marché pourrait compromettre la faculté d'exécuter efficacement des opérations en bloc importantes.

Par ailleurs, certains arguent que le fait de mettre en œuvre une protection contre les transactions hors cours peut nuire à la concurrence et à l'innovation. En mettant en œuvre une interdiction de procéder à des transactions hors cours sur tous les marchés, les nouveaux marchés pourraient être tenus d'adopter le même modèle commercial que les bourses existantes, ce qui, fonctionnellement, supprimerait l'innovation[38]. Ils font valoir que ces nouveaux marchés fournissent un créneau pour certains participants et qu'il ne convient pas de les forcer à adopter un modèle existant. Les idées novatrices et les modèles commerciaux différents constituent la façon d'attirer des participants et d'acquérir une part de marché; une interdiction de procéder à des transactions hors cours pourrait ne pas permettre à ces modèles de s'épanouir[39]. En imposant une architecture préétablie aux marchés, en imposant aux participants des liens technologiques et des règles en vue d'empêcher les transactions hors cours, on peut parvenir initialement à éliminer le problème mais on risque de décourager toute innovation ultérieure ainsi que la concurrence suscitée par la mise sur pied de nouveaux marchés. Or, selon certains, l'absence de concurrence et d'innovation pourrait miner la confiance des investisseurs dans le marché en général. En outre, il faut tenir compte du fait qu'à ce jour, les activités des SNP au Canada sont limitées.

Il est nécessaire de maintenir un équilibre sur le plan de la concurrence entre les marchés, de manière à promouvoir des services de négociation efficaces et l'intégration de la concurrence entre les ordres, ce qui favorise un établissement plus efficace du cours des titres individuels. Par conséquent, la structure réglementaire devrait chercher à éviter les extrêmes que constituent des marchés isolés qui négocient le même titre sans tenir compte des négociations sur d'autres marchés et un système entièrement centralisé qui annule les avantages de la concurrence entre les marchés et de l'innovation[40].

7. *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle être imposée lorsqu'il existe plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres? Quels sont les avantages et les inconvénients? Motivez votre réponse.*

8. *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours aura-t-elle une incidence sur l'innovation et la concurrence sur le marché canadien? Motivez votre réponse.*

2. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours en tant qu'obligation envers le client

La Politique 5.2 prise aux termes des RUIM établit un lien direct entre les transactions hors cours et l'obligation d'exécution au meilleur cours qui doit être respectée envers les clients. Cette interprétation de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours était perçue comme faisant partie de l'obligation fiduciaire qu'un intermédiaire a envers ses clients. Elle a des incidences sur les personnes auxquelles elle devrait être imposée ainsi que sur sa portée. Si elle fait partie de l'obligation d'agir dans l'intérêt des clients, elle se limite aux intermédiaires à qui cette obligation est imposée en vertu de la loi, de la common law, du Code civil du Québec ou des règles d'un organisme d'autoréglementation. Cela pourrait également signifier qu'un client devrait disposer d'un pouvoir discrétionnaire absolu pour déterminer si son objectif de négociation consiste à obtenir le meilleur cours ou à respecter un autre facteur, par exemple l'exécution immédiate.

3. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours en tant qu'obligation envers le marché

Tel qu'il a été énoncé ci-dessus, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours a été limitée aux courtiers dans le cadre de leurs obligations envers leurs clients et n'était pas imposée aux investisseurs

---

38 Peterffy and Battan, « Why Some Dealers and Exchanges Have Been Slow to Automate », *Financial Analysts Journal*, Volume 60, N° 4 à la page 16.

39 Lee, Ruben, *Capital Markets that Benefit Investors - A Survey of the Evidence on Fragmentation, Internalisation and Market Transparency*, 30 septembre 2002.

40 Voir note 5, SEC Final Release, aux pp. 12 et 13.

sous forme d'obligation générale. Toutefois, si l'on accepte le point de vue que la protection contre les transactions hors cours est essentielle pour le marché dans son ensemble, il devrait s'agir d'une obligation envers le marché qui est imposée soit à tous les participants directs (qu'il s'agisse de courtiers ou non), soit aux marchés. L'imposition de cette obligation garantit l'équité pour tous les participants au marché et fait en sorte que le cours constitue le facteur déterminant pour l'exécution ou la non-exécution d'un ordre. La partie B ci-dessous traite des incidences de l'imposition de l'interdiction aux participants ou au marché.

9. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle demeurer une obligation qu'un courtier a envers ses clients, ou tous les participants au marché devraient-ils avoir une obligation générale envers le marché?

B. À qui devrait être imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

Si l'interdiction de procéder à des transactions hors cours n'est plus caractérisée comme découlant d'une obligation envers le client et est perçue plutôt comme une obligation envers le marché, à qui devrait-elle être appliquée et comment?

1. L'interdiction devrait-elle être imposée au participant au marché?

Tel qu'il a été exposé ci-dessus, l'article 2 de la Politique 5.2 prise aux termes des RUIM, *Exécution au meilleur cours*, attribue actuellement la responsabilité au participant et énonce ce qui suit : « [L]es participants ne peuvent pas sciemment passer outre à une offre d'achat ou de vente à meilleur cours sur un marché en effectuant une transaction (soit unilatéralement soit par compensation) à un cours inférieur sur une bourse ou un autre marché organisé. » Traditionnellement, seuls les courtiers pouvaient avoir accès aux marchés des titres de participation et la protection contre les transactions hors cours ne constituait pas un problème puisque la plate-forme de la TSX faisait respecter l'attribution du meilleur cours. Nous nous devons de nous pencher sur la question en raison de la récente prolifération de l'accès direct au marché par le truchement d'intermédiaires, conjuguée à l'intérêt des SNP à fournir un accès direct aux investisseurs institutionnels.

Si l'obligation générale et, par conséquent, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, est imposée à tous les participants au marché, elle peut être difficile à mettre en œuvre pour diverses raisons. Premièrement, les investisseurs et les courtiers disposent de ressources et de capacités différentes. L'une des fonctions commerciales principales d'un courtier consiste à négocier des titres et il dispose de négociateurs professionnels à qui incombe la responsabilité d'exécuter des transactions visant certains titres et qui ont élaboré divers outils afin de faciliter cette tâche, dont des outils de surveillance des marchés en vue de repérer le meilleur cours disponible. En revanche, les investisseurs institutionnels peuvent également disposer de négociateurs professionnels, mais la négociation ne constitue pas leur activité principale. Elles peuvent ne pas disposer des outils ni de la faculté de surveiller tous les marchés en vue de trouver le meilleur cours disponible. Il est encore moins probable qu'un investisseur individuel dispose de ces outils.

Il n'existe présentement aucune « norme » de compétence nécessaire afin d'obtenir accès aux marchés. Les exigences nécessaires en vue d'obtenir un accès à un marché donné peuvent diverger considérablement de celles d'un autre marché. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours est imposée aux participants au marché, ces derniers doivent disposer de la capacité de surveiller, de mesurer et d'exécuter des transactions en vue de garantir la conformité à cette interdiction. Il est vraisemblable que la plupart des personnes autres que des courtiers ne disposent pas présentement de cette capacité et, dans la mesure où des obligations parallèles sont imposées à divers participants au marché, on devrait se demander si des exigences constantes en matière de compétence devraient être appliquées.

En outre, l'autorité de réglementation serait tenue de prendre des mesures afin de surveiller et de garantir la conformité à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours pour un groupe bien plus important. Tant les courtiers que les personnes autres que les courtiers seraient tenus de mettre en

œuvre des politiques et procédures qui devraient être passées en revue. Ceci nécessiterait peut-être également de vérifier si les institutions ou les petits investisseurs se conforment aux règles de négociation, ce qui ne s'est pas fait dans le passé.

La proposition de SRM publiée le 3 juin 2005 recommande d'imposer l'obligation aux participants au marché, qu'il s'agisse d'un courtier ou d'une personne autre qu'un courtier, de « déployer des efforts raisonnables afin de combler tous les ordres affichés dans un affichage consolidé du marché ».

2. L'interdiction devrait-elle être imposée aux marchés?

Au lieu d'imposer l'interdiction aux participants au marché, comme le font actuellement les RUIM, il serait possible de l'imposer aux marchés.

Exiger que les marchés établissent des procédures afin de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours élimine la préoccupation concernant la capacité des divers participants de cerner l'interdiction, de l'évaluer et de procéder à des exécutions conformément à celle-ci. L'imposition de l'interdiction au marché, plutôt qu'aux participants, permet une plus grande latitude afin de s'adapter rapidement aux innovations du marché et aux nouvelles technologies, puisque les marchés sont mieux placés pour réagir rapidement à des faits nouveaux survenant sur le marché que ne le sont les participants au marché.

Contrairement à la proposition de SRM, aux États-Unis, la SEC exige que les places financières « [TRADUCTION] établissent, maintiennent et fassent respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour prévenir des transactions hors cours, et, si elles se prévalent d'une des exceptions prévue par la règle, qui sont raisonnablement conçues pour garantir la conformité aux modalités de l'exception. »

Bien que le marché des titres de participation canadien ne soit pas aussi complexe que celui des États-Unis, si une interdiction de procéder à des transactions hors cours est adoptée pour protéger les investisseurs ou l'intégrité du marché canadien, l'imposition aux marchés de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours semble constituer la solution de rechange à privilégier. Les différences quant aux exigences de compétence, quant à l'accès et quant à la faculté d'évaluer et d'établir l'interdiction de procéder à des transactions hors cours parmi les participants au marché pourraient donner lieu à une application inconstante de la protection contre les transactions hors cours si l'interdiction était imposée au participant au marché plutôt qu'au marché. Une solution au niveau du marché pourrait être mise en œuvre, en grande partie, au moyen de liens technologiques, que ce soit directement entre les marchés ou indirectement par le recours à des systèmes évolués d'acheminement des ordres, et pourrait procurer un moyen objectif d'acheminer les ordres vers le meilleur cours.

Un autre avantage qui découle de l'imposition de l'interdiction au marché est qu'il serait plus facile de surveiller et de faire respecter l'interdiction. En outre, il semblerait que l'imposition de l'interdiction au participant au marché serait plus coûteuse. Plus précisément, imposer à chaque participant au marché l'obligation de se raccorder à chaque marché, directement ou indirectement, afin de se conformer à une interdiction de procéder à des transactions hors cours coûterait davantage dans l'ensemble que si un petit nombre de marchés étaient tenus d'établir de telles connexions les uns avec les autres.

Imposer l'interdiction au marché permet à celui-ci de déterminer le meilleur moyen de la respecter. Le marché pourrait régler les questions qui se posent en concevant ses propres algorithmes d'exécution des transactions (p. ex. tous les ordres doivent se situer dans la fourchette des offres d'achat/offres de vente à l'égard des ordres affichés), au moyen de liens directs ou en ayant recours à des moyens indirects. Toutefois, cette façon de faire comporte certains désavantages. Premièrement, il y a la question de savoir si le fait d'imposer à un marché l'obligation d'acheminer des ordres vers un autre marché aurait une incidence sur l'innovation et sur la capacité des marchés de concevoir des modèles novateurs d'exécution ou limiterait leur accès à des participants déterminés. Deuxièmement, il se peut que le marché doive engager des frais importants afin d'implanter les systèmes nécessaires pour faire respecter l'interdiction des transactions hors cours.

10. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle être imposée au participant au marché ou au marché? Pourquoi?

C. Respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours

Selon les dispositions actuelles des RUIM, on s'attend d'un courtier à ce qu'il exécute les ordres dotés d'un meilleur cours avant d'exécuter un ordre doté d'un cours inférieur. Toutefois, les applications internes et intentionnelles[41] à la TSX ont été traitées différemment. La Règle 4-802 de la TSX fait état des cas où certaines transactions saisies ou l'exécution des transactions sont assujetties à la priorité des ordres inscrits dans le registre. Ceci suggère que ces ordres ont été appariés et que l'obligation d'exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours survient après l'appariement[42]. Ainsi, les différentes méthodes de répartition des transactions soulèvent des difficultés différentes pour ce qui est de savoir quand et comment l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est respectée.

Nous observons qu'aux États-Unis la SEC prétend que la règle sur la protection des ordres adopte une méthodologie très différente que celle qui avait été suivie par le plan de l'Intermarket Trading System (ITS) applicable aux titres cotés en bourse. Les dispositions de l'ITS prévoyaient une procédure de plainte après le fait aux termes de laquelle le marché lésé pouvait demander un dédommagement au marché où avait eu lieu la transaction hors cours. En revanche, la règle sur la protection des ordres est conçue afin de « prévenir » les transactions hors cours ou, si un marché se prévaut d'une dispense, afin de garantir la conformité à la dispense[43].

La présente rubrique se penche sur les questions se rapportant au moment et aux modalités de respect d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Nous observons que les solutions ne sont pas incompatibles.

1. Respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours au moment de l'exécution ou simultanément

La mise en œuvre d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours pourrait exiger d'une entité qu'elle exécute tous les ordres dotés d'un meilleur cours, y compris ceux sur les autres marchés avant que la transaction n'ait lieu, ou simultanément si une dispense était prévue pour les ordres de balayage. Cette façon de procéder est semblable au modèle du marché auquel les marchés des titres de participation canadiens ont actuellement recours et selon lequel tous les ordres dotés d'un meilleur cours sont exécutés avant qu'une exécution ait lieu à un cours inférieur[44]. Toutefois, ce modèle peut ne pas être efficace pour toutes les structures de marché, particulièrement lorsqu'il n'existe aucun cours avant la transaction ni aucune transparence quant au volume.

Les problèmes de mise en œuvre de cette méthodologie ne sont pas aussi complexes que ceux survenant dans le cadre de la méthodologie postérieure à l'appariement (voir ci-dessous). Les problèmes de mise en œuvre de la méthodologie préventive dépendent de l'imposition de l'interdiction au marché ou

---

41 « *application intentionnelle* Transaction découlant de la saisie, par un participant, d'un ordre d'achat et d'un ordre de vente d'un titre, exclusion faite d'une transaction dans le cadre de laquelle le participant a saisi l'un des ordres à titre d'ordre de jitney. » « *application interne* Application intentionnelle entre deux comptes de clients d'un participant qui sont gérés par une seule maison de courtage faisant fonction de gestionnaire de portefeuille et ayant obtenu de chaque client l'autorité discrétionnaire de gérer le portefeuille; comprend une transaction dans le cadre de laquelle le participant fait fonction de gestionnaire de portefeuille lorsqu'il autorise la transaction entre les deux comptes de clients. » Se reporter au paragraphe 1.1 des RUIM.

42 Il n'est pas clair si ceci survient techniquement avant l'exécution réelle, en ce sens que l'opération a lieu avant la saisie de l'application.

43 Voir note 5, aux pp. 22 à 24.

44 Par exemple, sur le marché des grandes opérations en bloc, si les participants conviennent, dans le cadre d'une opération, d'un cours inférieur à l'offre d'achat ou à l'offre de vente, tous les ordres dotés d'un meilleur cours à la TSX doivent être exécutés avant que l'opération ne puisse avoir lieu.

au participant au marché et se rapportent au mode d'établissement de l'interdiction, au niveau d'exécution et à la question de savoir si les participants doivent avoir accès à tous les marchés.

a) Mode d'établissement de l'interdiction

Afin de mettre en œuvre l'interdiction « préventive » de procéder à des transactions hors cours, une entité se doit d'établir quels marchés disposent d'ordres dotés d'un meilleur cours ainsi que le volume qui doit être exécuté.

Des solutions technologiques peuvent être nécessaires afin de surveiller d'autres marchés en vue d'établir où se trouvent les ordres dotés d'un meilleur cours de sorte à ce qu'ils puissent être exécutés en premier et à temps. En outre, une piste de vérification facilement discernable devrait être mise en place afin de juger du respect de l'interdiction. La SEC, dans sa publication définitive du règlement dit *Regulation NMS*, a indiqué qu'elle avait demandé à son personnel d'élaborer un projet de règle qui exigerait des places financières qu'elles publient des statistiques normalisées et comparables sur l'incidence des opérations hors cours qui n'étaient pas visées par une exception à la règle[45].

À notre avis, la solution concernant les modalités de surveillance et de respect d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours qui s'appliquent à tous les participants au marché est bien plus difficile à mettre en œuvre que l'imposition de l'interdiction à un marché. Les participants au marché dotés de compétences différentes pourraient avoir des difficultés à établir s'il existe des ordres dotés d'un meilleur cours qui sont disponibles ainsi que la taille de ces ordres, particulièrement si les renseignements sur les cotations provenant de plusieurs marchés ne sont pas consolidés. Le coût du respect de cette interdiction pourrait être plus élevé que si elle était imposée au marché.

11. Quelles solutions technologiques existent ou doivent être élaborées si une interdiction de procéder à des transactions hors cours est imposée aux marchés? Quelles solutions existent si l'interdiction est imposée plutôt aux participants au marché?

12. L'absence d'un consolidateur de données nuirait-elle à l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours?

b) Incidence sur les exigences en matière d'accès

La NC 21-101 reconnaît l'importance de l'accès aux marchés. Les articles 5.1 et 6.13 de la NC 21-101 prévoient que les bourses reconnues et les SNP doivent établir des normes écrites encadrant l'accès aux négociations et ne doivent pas interdire indûment l'accès à leurs services, ni imposer indûment des conditions ou d'autres limites à l'accès. On doit tenir compte de l'incidence sur les exigences en matière d'accès de l'élargissement aux marchés ou aux participants au marché de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

La proposition de SRM limite l'interdiction de procéder à des transactions hors cours imposée aux participants au marché uniquement aux marchés auxquels ceux-ci ont un accès direct. Comme nous l'avons vu, un participant au marché pourrait contourner l'interdiction de procéder à des transactions hors cours simplement en obtenant un accès direct à un seul marché et en accédant indirectement aux autres marchés par l'entremise d'un courtier. Ce faisant, il lui serait possible de tirer parti, lorsqu'il le souhaite, de l'obligation imposée au courtier de négocier au meilleur cours disponible, ce qui créerait une lacune qu'il pourrait exploiter à son avantage.

Par contre, imposer l'interdiction aux participants au marché et exiger qu'ils aient un accès direct à tous les marchés sont problématiques. Forcer les participants au marché à accéder à tous les marchés entraîne des coûts et une complexité accrus pour les participants au marché puisqu'ils seraient tenus

[45] Voir note 5, SEC Final Release à la page 150.

d'accéder à plusieurs marchés, y compris aux marchés où ils effectuent peu de transactions et qui peuvent avoir recours à des méthodologies d'exécution qu'ils préfèrent ne pas utiliser. En outre, exiger de tous les participants au marché qu'ils aient accès à tous les marchés pourrait avoir une incidence sur la capacité de chaque marché de concevoir son propre modèle commercial, notamment pour les marchés structurés afin de ne permettre l'accès qu'à un seul type de participant au marché (par exemple, les investisseurs institutionnels) ou lorsque les participants au marché sont tenus de respecter des critères rigoureux afin d'obtenir l'accès.

Comme nous l'avons vu, la règle sur la protection des ordres de la SEC exige des places financières qu'elles établissent, tiennent et fassent respecter des politiques écrites qui sont raisonnablement conçues afin de prévenir des transactions hors cours. Elle traite également de la question de l'accès aux marchés par l'entremise de la règle sur l'accès[46]. La SEC décrit de la manière suivante l'effet prévu de la règle sur l'accès :

> « [TRADUCTION] Tout d'abord, elle permet le recours à des liens privés offerts par divers fournisseurs de connectivité, plutôt que d'imposer un mécanisme de lien collectif comme l'ITS, en vue de faciliter l'accès nécessaire aux cotations. Le coût moindre et la souplesse accrue de la connectivité au cours des dernières années ont fait des liens privés une solution de rechange possible aux liens établis, en l'absence d'obstacles à l'accès. En ayant recours à des liens privés, les participants au marché peuvent obtenir un accès indirect aux cotations affichées par une place financière déterminée par l'entremise de membres, d'adhérents ou de clients de celle-ci. Afin de promouvoir ce genre d'accès indirect, la Règle 610 interdit aux places financières d'imposer des modalités établissant des conditions indûment discriminatoires qui empêcheraient ou entraveraient l'accès de toute personne par l'entremise de leurs membres, adhérents ou clients »[47].

Imposer l'interdiction au marché permet d'éviter des problèmes d'accès supplémentaires aux participants, mais le marché peut toujours respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours en l'imposant à ceux-ci.

13. *Un régime imposant une interdiction de procéder à des transactions hors cours doit-elle tenir compte des frais d'accès?*[48]

14. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée aux participant, au marché, quels autres problèmes liés à l'accès faudrait-il régler?*

c) Profondeur du registre ou meilleure offre d'achat/offre de vente

Traditionnellement, les marchés des titres de participation au Canada ont fait respecter les obligations d'exécution au meilleur cours et, par voie de conséquence, la protection contre les transactions hors cours, à l'égard de l'ensemble des ordres dotés d'un meilleur cours. La capacité d'offrir une protection à tous les ordres inscrits au registre des ordres était, jusqu'à dernièrement, facilitée par le fait que les titres étaient négociés individuellement sur un seul marché et par le fait que les marchés des titres de participation au Canada étaient pleinement automatisés.

À titre de comparaison, dans un contexte comme les États-Unis où les titres se négocient sur plusieurs marchés et où il existe une fragmentation du flux des ordres, l'application de la protection à la profondeur du registre est bien plus compliquée. Tous les marchés aux États-Unis ne sont pas automatisés et certaines bourses avaient adopté un système de spécialistes selon lesquels des ordres pourraient être exécutés manuellement. Ceci entraînait une différence quant au moment de l'exécution des ordres qui ont été saisis sur un marché manuel par rapport à un marché électronique. En conséquence, aux

---

46 Voir note 5, SEC Final Release, Rule 242.610.

47 Voir note 5, SEC Final Release à la page 27.

48 La règle sur l'accès inclut une disposition qui limite à la meilleure offre d'achat et à la meilleure offre de vente les frais d'accès qui peuvent être imputés en vue d'un accès aux cotations protégées et aux cotations manuelles.

États-Unis, la protection contre les transactions hors cours a été axée sur une démarche qui exige uniquement l'exécution selon le niveau de la meilleure offre d'achat et offre de vente sur le plan national, soit la « tête du registre », et non la pleine profondeur du registre.

Le marché des titres de participation canadien n'a pas de la même structure ni les problèmes connexes de marchés manuels et marchés automatisés. En particulier, tous les marchés au Canada sont des systèmes de négociation électroniques pleinement automatisés et il n'existe que très peu de marchés. En conséquence, la mise en œuvre de la méthode américaine de la « tête du registre » donnerait lieu à un affaiblissement de la protection contre les transactions hors cours au Canada.

15. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle avoir recours à une méthode axée sur la pleine profondeur du registre ou uniquement sur la tête du registre?

d) Ordres de balayage

L'une des manières de favoriser la mise en œuvre d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours consiste à permettre des « ordres de balayage ». En vertu de la règle sur la protection des ordres, une place financière est dispensée de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours si elle reçoit un ordre de balayage intermarchés ou achemine un ordre désigné comme ordre de balayage intermarchés. Les ordres de balayage permettraient à un participant au marché d'acheminer des ordres à plusieurs marchés simultanément en vue d'une exécution selon le meilleur cours et le cours inférieur en même temps. Un ordre de balayage exigerait des modifications aux systèmes au niveau du marché afin de permettre une « désignation d'ordre de balayage » de sorte que le système puisse reconnaître que les ordres ont été expédiés simultanément en vue d'une exécution tant au meilleur cours qu'a un cours inférieur.

Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée aux marchés, ceux-ci devraient établir des politiques et procédures pour que les ordres soient acheminés à un autre marché affichant un meilleur cours. Un ordre désigné « de balayage » indiquerait au marché qui le reçoit qu'il ne faut pas réacheminer l'ordre puisque le participant a également expédié simultanément plusieurs ordres afin de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

16. La solution élaborée afin d'éliminer les transactions hors cours devrait-elle inclure la faculté d'acheminer des ordres de balayage?

2. Interdiction de procéder à des transactions hors cours pour les marchés dotés d'une transparence limitée avant la transaction ou d'autres caractéristiques d'exécution inhabituelles

Sur certains marchés, le participant peut avoir présenté un ordre doté d'un cours et d'un volume déterminés mais peut ne pas savoir s'il y aura appariement jusqu'au moment où celui-ci se produit réellement, puisque les cotations sur le marché ne sont pas transparentes. D'autres marchés peuvent permettre aux participants de négocier directement en communiquant des ordres les uns aux autres jusqu'à ce qu'il y ait appariement. En raison de leur structure, ces systèmes peuvent ne pas permettre à une entité de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours soit avant l'exécution à un cours inférieur, soit simultanément.

Une solution éventuelle consisterait à mettre en œuvre une interdiction postérieure à l'appariement, qui serait semblable au mécanisme d'entrave aux applications, lequel impose à une entité l'obligation d'exécuter les ordres dotés d'un « meilleur cours » après l'appariement des transactions. Il est possible d'avoir recours à ce mécanisme, que l'interdiction soit imposée au marché ou au participant au marché. Il peut être nécessaire d'y avoir recours pour les modèles de marché qui ne disposent pas de transparence antérieure à la transaction. Dans ces modèles, il est impossible de respecter l'interdiction de procéder à

des transactions hors cours avant l'appariement puisque les participants au marché ne savent pas s'il existe des ordres inscrits au registre qui seront appariés aux leurs et qu'ils ne connaissent pas le cours selon lequel l'appariement s'effectuera. Ce n'est que lorsque l'appariement a lieu et que l'on sait avec certitude si le cours est inférieur au cours disponible sur d'autres marchés et après l'exécution que les ordres dotés d'un meilleur cours sur d'autres marchés pourraient être exécutés.

Comme on le verra ci-dessous, la mise en œuvre d'une interdiction postérieure à l'appariement est plus compliquée qu'une méthode préventive et soulève un certain nombre de questions qui dépendent tant du modèle du marché en question que du modèle réglementaire que nous choisissons.

17. *Lorsque les participants au marché négocient sur un marché où ils ne savent pas si leurs ordres seront appariés et que le registre des ordres n'est pas transparent, au moment de l'exécution d'un ordre situé à l'extérieur de la fourchette de l'offre d'achat et de l'offre de vente d'un autre marché, le participant devrait-il être tenu d'exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours disponibles sur d'autres marchés? Le cas échéant, comment?Cette obligation devrait-elle être limitée aux ordres visibles?*

a) Profondeur du registre ou meilleure offre d'achat/meilleure offre de vente?

L'interdiction de procéder à des transactions hors cours postérieure à l'appariement exige de la personne à qui elle est imposée qu'elle établisse le montant du déplacement qui doit avoir lieu après qu'une transaction est exécutée à un cours inférieur, ce qui, compte tenu des problèmes relevés ci-dessous, en fait une méthode plus compliquée qu'une interdiction antérieure à la transaction.

Afin de mettre en œuvre une interdiction postérieure à l'appariement, il faut établir le montant du volume des ordres dotés d'un meilleur cours sur un autre marché qui doivent être déplacés ainsi que le mode d'exécution de ceux-ci. Il peut être difficile d'établir la portée de cette interdiction en raison de l'évolution rapide du marché à l'égard d'un titre déterminé, et il peut être difficile d'en mesurer la portée réelle à un moment donné.

Il existe un certain nombre de méthodes différentes afin d'établir la portée de l'interdiction postérieure à l'appariement, et nous nous pencherons ici sur certaines d'entre elles. Une option consiste à limiter la portée de l'interdiction postérieure à l'appariement au volume de la transaction initiale. Cette méthode ne permettrait pas nécessairement d'exécuter tous les ordres dotés d'un meilleur cours et pourrait susciter des transactions hors cours. Toutefois, elle permettrait également d'établir la responsabilité associée à une transaction déterminée.

Une autre option consisterait à exiger du participant au marché qu'il exécute tous les ordres dotés de meilleurs cours sur d'autres marchés, indépendamment du volume qui existe immédiatement après la transaction. Cette méthode garantirait que les ordres dotés d'un meilleur cours sur tous les autres marchés sont exécutés au moment de l'exécution de la transaction dotée d'un cours inférieur. Toutefois, cette méthode donne lieu à une responsabilité illimitée des personnes qui exécutent des transactions dotées d'un cours inférieur et peut décourager les participants au marché les moins avertis de faire leur entrée sur le marché puisque le risque associé à une responsabilité illimitée peut excéder les avantages de la négociation.

Enfin, le modèle peut permettre de prendre un cliché des marchés à un moment déterminé, de façon à fixer le volume de tous les ordres dotés d'un meilleur cours. Tous les ordres saisis après que le cliché a été pris ne seraient pas exécutés. Cette méthode permettrait d'établir la responsabilité d'un participant déterminé au marché et garantirait que sont exécutés tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient au moment de l'exécution de l'ordre doté d'un cours inférieur. Elle empêcherait également les spéculateurs de tirer parti de la saisie prévue d'ordres postérieurs à l'exécution. Les questions qui surviennent lorsqu'on envisage le recours à un cliché sont les suivantes : qui doit le prendre, comment doit-il être pris et quels changements technologiques sont nécessaires pour le mettre en œuvre?

18. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, faudrait-il la respecter au moment de l'exécution de la transaction dotée d'un cours inférieur, simultanément ou immédiatement après celle-ci? Le modèle devrait-il permettre la mise en œuvre des trois solutions?*

19. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle s'appliquer à tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient au moment où l'interdiction a été respectée, à tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient auparavant (au moment de l'exécution) ou devrait-elle se limiter au volume de la transaction dotée d'un cours inférieur?*

IV. DISPENSES DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS

Les autorités de réglementation qui ont imposé une interdiction de procéder à des transactions hors cours ont également accordé certaines dispenses de l'interdiction. Cette rubrique porte sur ces dispenses.

A. Dispenses se rapportant à l'établissement du cours ou à des conditions particulières

Comme nous l'avons vu ci-dessus à la rubrique II.B.2, les RUIM énoncent un certain nombre de dispenses de l'obligation existante d'exécution au meilleur cours. Le fondement de la dispense pour certains de ces types d'ordres est que le cours d'exécution n'est pas connu avec certitude au moment de la saisie de l'ordre puisque le système de négociation a recours à un algorithme préétabli afin de calculer le prix d'exécution et que celui-ci n'est donc pas connu du participant au marché au moment de la saisie de l'ordre (types d'ordres qui sont calculés au moyen d'un algorithme, p. ex. les ordres CMPV) ou n'est pas fondé sur les cotations présentement affichées sur le marché. Dans de tels cas, les participants au marché ne peuvent établir s'il y aura une interdiction de procéder à des transactions hors cours avant de décider de saisir l'ordre sur un marché. Il existe également des dispenses accordées aux ordres assortis de conditions particulières qui les excluent de l'exécution comme ordre normal puisque la contrepartie à la transaction peut n'être disposée à accepter les modalités que si l'exécution a lieu à escompte par rapport au meilleur cours disponible. En conséquence, le cours de l'exécution des ordres assortis de conditions particulières peut se situer à l'extérieur de la fourchette du meilleur cours acheteur et du meilleur cours vendeur disponibles.

20. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, des dispenses devraient-elles être prévues à l'égard des ordres assortis de conditions particulières? Le cas échéant, à l'égard desquels et pourquoi?*

21. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, une dispense devrait-elle être prévue à l'égard des ordres dont le cours ou d'autres conditions importantes ne peuvent être établis au moment de la saisie?*

B. Dispenses à l'égard des opérations en bloc

L'un des faits nouveaux qui a animé le débat sur les transactions hors cours a été la difficulté et l'incertitude causées par le traitement des ordres importants. Lorsque les participants au marché envisagent la négociation d'un bloc important d'un titre déterminé, ils souhaitent savoir le volume exact qui peut être exécuté sur un marché donné et avoir une estimation raisonnable du cours. S'il existe une interdiction de procéder à des transactions hors cours, les participants au marché peuvent ne pas être en mesure d'obtenir ces renseignements facilement. Une complexité supplémentaire existe lorsque des ordres iceberg sont permis sur le marché puisqu'il devient impossible pour les participants de connaître le volume disponible à un cours déterminé[49].

En outre, la présence d'un ordre important accroît souvent la volatilité des cours, puisque d'autres participants, qui ne participent pas à l'opération en bloc, peuvent repérer des indices d'une tendance

[49] Se reporter à la rubrique C, ci-dessous, pour un examen des ordres iceberg.

d'achat ou de vente et peuvent inscrire des ordres supplémentaires dotés de meilleurs cours qui doivent être exécutés avant que le cours d'exécution du bloc de titres ne soit atteint, ce qui entrave encore davantage l'exécution du bloc de titres. Les participants qui se livrent à des opérations en bloc importantes se préoccupent de l'incertitude liée aux cours et aux volumes. Ils estiment que cette incertitude décourage la négociation et réduit le degré de liquidité pour certains titres. En réponse à ces préoccupations, et compte tenu du fait que la négociation de blocs de titres importants constitue une tranche appréciable du volume et des affaires, les marchés ont créé des mécanismes ou accordé des dispenses afin de favoriser les opérations en bloc visant un volume important de titres[50].

Toutefois, la faculté qu'ont les opérations en bloc importantes de contourner des ordres dotés d'un meilleur cours qui ont été saisis antérieurement sur un marché peut dissuader ou empêcher les participants de moindre envergure de participer au marché. En outre, certains font valoir que, si la taille d'une opération en bloc est particulièrement importante, le déplacement des ordres de moindre envergure qui figurent déjà au registre ne devrait pas être problématique.

La SEC, dans sa publication définitive du règlement dit *Regulation NMS*, n'a pas prévu de dispense à l'égard des opérations en bloc. Elle a plutôt indiqué que « [TRADUCTION] le recours à l'ordre de balayage intermarchés favorisera l'exécution immédiate des ordres visant des blocs de titres par des courtiers pour le compte de leurs clients institutionnels »[51].

Une autre dispense de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est accordée dans le cadre d'un « placement étendu » dans certains cas[52]. Cette dispense est accordée pour des raisons semblables à celle de la dispense accordée aux opérations en bloc importantes sur les marchés des instruments dérivés, c.-à-d. qu'un ordre d'une telle envergure suscitera une volatilité involontaire des cours et dissuadera les participants d'exécuter des ordres.

S'il convient de tolérer certaines opérations en bloc importantes, la clé consiste à établir le seuil convenable quant à la taille. Le seuil doit réaliser un équilibre entre l'exclusion des transactions qui auraient une incidence minimale sur le registre et l'inclusion des transactions qui pourraient avoir un effet perturbateur sur le marché. Pour l'heure, les marchés qui offrent des mécanismes ou des dispenses de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours établissent le seuil. Au fur et à mesure que croît la concurrence entre les marchés, il pourrait exister un incitatif concurrentiel à favoriser des transactions en bloc en abaissant le seuil afin d'attirer des clients.

22. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle prévoir une dispense pour les opérations en bloc importantes?*

23. *Le seuil du volume d'une transaction en bloc visant un titre négocié sur plusieurs marchés devrait-il être le même d'un marché à l'autre? Dans la négative, quelle en serait l'incidence?*

24. *Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, les ordres de balayage favoriseront-ils l'exécution d'ordres visant des blocs de titres? Comment?*

---

50 Pour ne citer que certains exemples, il y a le mécanisme d'opérations en bloc de la Bourse de Montréal et l'ordre iceberg de la TSX. Pour ce qui est des opérations en bloc à la Bourse de Montréal, il est permis d'exécuter ces transactions en marge de la fourchette de l'offre d'achat/l'offre de vente (c.-à-d. en n'étant pas assujetti à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours). L'existence d'offres iceberg a des incidences pour toute interdiction de procéder à des transactions hors cours, tel qu'il est exposé ci-dessous.

51 Voir note 5, SEC Final Release à la page 153.

52 Afin de favoriser le placement de titres cotés en bourse auprès d'un nombre important d'investisseurs, la Bourse de Toronto permet à des participants de placer des blocs importants de titres hors bourse auprès d'investisseurs à un cours déterminé. La Règle 4-103 de la TSX définit ainsi un « placement étendu » : « série d'opérations de contrepartie auprès d'au moins 25 comptes de clients distincts et non reliés, aucun ne participant pour plus de 50 % de la valeur totale du placement ». Le « placement étendu » fait exception à la règle selon laquelle les titres cotés doivent être négociés en bourse. Les participants sont tenus de mettre de côté au moins 20 % du placement afin d'exécuter les ordres d'achats supplémentaires inscrits au registre de la Bourse et le teneur de marché a droit à au moins dix fois la quantité minimale garantie du titre tant que le maximum de 20 % n'a pas été franchi.

C. Dispense à l'égard des tranches invisibles d'un ordre

Un problème qui survient lorsqu'on élabore une interdiction de procéder à des transactions hors cours est de savoir si l'interdiction devrait s'appliquer aux tranches non déclarées des ordres inscrits au registre. Un « ordre iceberg » constitue un type d'ordre qui permet de diviser un ordre important saisi sur le marché en montants visibles moindres dans le but d'en dissimuler la taille véritable. Ceci permet aux autres participants au marché de ne voir que la petite tranche déclarée de l'ordre. Une fois que la petite tranche déclarée a été exécutée, une autre petite tranche de l'ordre fait immédiatement son apparition; ce processus est répété jusqu'à ce que le montant total de l'ordre ait été exécuté. En dissimulant la taille importante de l'ordre, les ordres iceberg réduisent la fuite de renseignements et minimisent l'incidence sur le cours que peut avoir la divulgation d'un ordre d'une telle envergure.

Un marché qui a permis des ordres iceberg peut exiger qu'au sein de ce marché la tranche non déclarée de l'ordre iceberg soit exécutée afin de respecter une interdiction de procéder à des transactions hors cours entre marchés. Toutefois, on peut se demander s'il convient de protéger la tranche invisible au moyen d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours. L'existence d'ordres iceberg peut causer des difficultés à établir le volume que l'on se doit exécuter pour se conformer à une interdiction de procéder à des transactions hors cours. Si un ordre iceberg est saisi sur un marché, les participants au marché ne peuvent établir le volume précis d'ordres dotés d'un meilleur cours qu'ils doivent exécuter pour respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours qui leur est imposée.

Les ordres visibles qui figurent au registre aident à procurer de la liquidité et sont utiles à l'établissement des cours. Les ordres iceberg sont un mécanisme qui facilite la négociation des ordres visant des blocs importants de titres et qui ne devrait pas entraîner d'incertitude pour les participants au marché qui désirent exécuter des ordres sur d'autres marchés. Par conséquent, il est plus difficile de faire valoir que la tranche non déclarée des ordres iceberg devrait bénéficier d'une protection contre les transactions hors cours. En outre, l'absence de protection contre les transactions hors cours dans le cas des ordres iceberg est compatible avec le souhait de ne pas offrir cette protection dans les marchés dépourvus de transparence avant les opérations.

Une conséquence pratique de l'absence de protection des tranches invisibles d'un ordre est qu'un changement technologique serait nécessaire qui permettrait l'existence d'un type d'« ordre étiqueté » ou d'« ordre de balayage » favorisant le déplacement d'un ordre doté d'un meilleur cours vers un autre marché et lui permettant de contourner des ordres iceberg.

Nous observons que, dans sa proposition se rapportant aux « transactions hors marché », SRM indique que certains ordres qui se situent dans une fourchette déterminée sont tenus d'être exécutés uniquement jusqu'à concurrence des ordres visibles inscrits au registre[53].

25. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle s'appliquer aux tranches invisibles du registre?

D. Questions prises en compte par la SEC

1. Marchés rapides et marchés lents

Comme nous l'avons vu à la rubrique II.C.3, aux États-Unis, des problèmes sont survenus en raison du fait que certains marchés étaient des marchés électroniques ou « rapides » tandis que d'autres étaient des marchés manuels, que l'on appelle marchés « lents ». En réponse à des plaintes concernant la durée de l'exécution sur des marchés manuels et sur le désavantage qu'en subissaient les marchés électroniques, les modifications initiales proposées dans le cadre du règlement dit *Regulation NMS* prévoyaient une possibilité de « retrait » qui permettait aux clients de renoncer à la protection contre les transactions hors cours dont ils bénéficiaient s'il existait un ordre doté d'un meilleur cours sur un marché

[53] Se reporter à la rubrique sur les « Transactions hors marché », ci-dessus (II.C.2a).

manuel. La raison d'être du retrait était que les risques découlant de l'incertitude de l'exécution sur un marché lent et la rapidité de l'exécution sur un marché rapide surpassaient, pour certains clients, les avantages de l'exécution de l'ordre « au meilleur cours » sur le marché manuel. Toutefois, la SEC a adopté la règle sur la protection des ordres sans prévoir ce « retrait », mais en précisant que la protection des ordres ne s'applique qu'aux cotations qui sont immédiatement et automatiquement accessibles. En d'autres termes, la protection des ordres n'est pas disponible pour les cotations manuelles.

La mise sur pied de plusieurs marchés au Canada permettrait la création éventuelle d'un marché lent où les ordres ne sont pas susceptibles d'exécution immédiate. Présentement, tous les marchés fournissent des cotations électroniques et immédiatement exécutables. Si nous adoptons une protection contre les transactions hors cours, nous devrons nous demander s'il faut permettre de contourner un marché lent.

26. Devrions-nous prévoir la possibilité de « se retirer » de l'acheminement des ordres à des marchés lorsque l'ordre doté d'un meilleur cours figure sur un marché manuel, ou la règle devrait-elle protéger uniquement les ordres qui sont immédiatement et automatiquement accessibles?

2. Faculté de retrait générale

Une exception possible consiste à offrir aux participants au marché la faculté de se retirer de la protection contre les transactions hors cours s'ils ont donné un consentement éclairé. Une telle dispense pourrait avoir pour objectif d'offrir aux investisseurs la possibilité de se retirer dans certaines circonstances, y compris dans le cadre de l'exécution d'opérations en bloc sans déplacer le marché. La SEC avait envisagé de prévoir une faculté de retrait dans le règlement dit *Regulation NMS*. Toutefois, dans sa publication définitive, elle a adopté la règle sur la protection des ordres sans prévoir cette possibilité puisque, selon elle, « [TRADUCTION] une telle dispense pourrait gravement compromettre les avantages de la protection intermarchés des ordres »[54].

V. INCIDENCES DE L'INTERDICTION DE PROCÉDER À DES TRANSACTIONS HORS COURS

L'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours entraînera vraisemblablement des frais sur le plan de l'exploitation et de la technologie pour les participants au marché et les marchés, ce qui pourrait nécessiter des modifications corrélatives aux règles actuelles.

A. Questions liées à l'exploitation

Si l'interdiction est imposée aux participants au marché, qu'il s'agisse de courtiers ou d'autres personnes, il nous faudra élaborer des politiques et procédures afin de garantir le respect de l'interdiction. On pourrait également inciter les participants à se connecter à chaque marché pour qu'ils aient accès au meilleur cours disponible sur tous les marchés et soient en mesure de respecter l'interdiction de façon pleine et entière. En outre, les autorités de réglementation devront élaborer des programmes de conformité et procéder à des examens de tous les participants au marché en vue d'assurer la conformité à l'exigence. Ceci comporterait l'examen de participants qui n'ont, dans le passé, fait l'objet d'aucun examen, notamment les institutions et, éventuellement, les petits investisseurs.

Si l'interdiction est imposée aux marchés, ceux-ci devront déterminer comment la faire respecter, ce qui pourrait se faire en établissant des liens avec d'autres marchés, en adoptant d'autres solutions technologiques ou en imposant des obligations aux participants. Les marchés devront également mettre en œuvre des politiques et des procédures en vue de garantir la conformité aux exigences.

27. Quelle est l'incidence de l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours à des personnes autres que des courtiers?

---

[54] « [TRADUCTION] Au lien de cela, la Règle 611 rejoint les préoccupations des personnes qui, auraient pu être d'avis qu'il leur fallait se retirer des cotations protégées d'une manière plus ciblée. Elle cherche notamment à servir les intérêts tant des ordres négociables que des ordres à cours limité en réalisant un juste équilibre entre les deux. » Voir note 5, SEC Final Release à la page 119.

B. Échelons de cotation

L'instauration de la protection contre les transactions hors cours introduit la possibilité que les participants au marché puissent « devancer » un ordre important (c'est-à-dire trouver un ordre important et faire passer des ordres dotés d'un meilleur cours d'une taille moindre avant celui-ci). Ceci est particulièrement vrai lorsqu'un cours peut être amélioré d'un cent. Un élément à prendre en compte éventuellement dans le cadre de l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours consiste à décider si les échelons de cotation devraient être supérieurs à un cent, et ce en vue de réaliser un juste équilibre entre les intérêts des opérations en bloc et la protection des ordres à cours limité.

C. Questions corrélatives se rapportant à la négociation des mêmes titres sur plusieurs marchés

L'existence de plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres donne lieu à certains problèmes techniques supplémentaires qui ne sont pas expressément réglés par la mise en œuvre d'une règle portant sur les transactions hors cours. Par exemple, des préoccupations supplémentaires sont suscitées par l'existence de marchés figés, par la différence entre la priorité du cours et la priorité du cours/priorité temporelle et par l'établissement du dernier cours vendeur. En mai 2005, SRM a proposé des modifications aux RUIM afin de favoriser la mise sur pied de marchés multiples et concurrentiels[55]. Les modifications portent sur certains des problèmes abordés à la rubrique qui suit, y compris les modifications à la définition de *dernier cours vendeur*.

1. Meilleure exécution

La garantie que les ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché canadien feraient l'objet d'une négociation avant tout autre ordre a généralement engendré deux résultats pratiques :

- les participants au marché étaient encouragés à avoir recours à des ordres à cours limité et ils avaient la certitude que le cours constituait le fondement unique de l'exécution des ordres;
- l'une des obligations fiduciaires principales envers les clients, soit celle d'obtenir le meilleur cours, était garantie simplement en saisissant un ordre dans le système.

Depuis l'automatisation de l'exécution au meilleur cours, les courtiers portent leur attention sur des facteurs autres que le cours dans le cadre de l'obtention de la meilleure exécution pour les ordres de leurs clients. Cette combinaison de l'exécution automatisée au meilleur cours une fois qu'un ordre était orienté vers une bourse particulière et de l'établissement, par les courtiers, des autres variables qui importaient dans le cadre de l'exécution a permis à ceux-ci de respecter simultanément tous leurs objectifs d'exécution.

Les récents progrès technologiques et la mise sur pied de nouveaux marchés ont procuré aux investisseurs institutionnels un accès direct sans intermédiaire à certains marchés, ce qui a suscité des questions au sujet du rôle de l'obligation d'obtenir le meilleur cours comme élément de la meilleure exécution. En outre, un examen récent du sens de la meilleure exécution réalisé par certains des territoires représentés au sein des ACVM, ainsi qu'un regain d'intérêt aux États-Unis et au Royaume-Uni dans le cadre de l'examen mené par ces pays de l'utilisation qu'il convient de faire des commissions, ont compliqué la question.

Le document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirect au moyen des courtages*, propose une description de la meilleure exécution, qui serait le meilleur résultat net pour le client, compte tenu des éléments pertinents (dont le prix, la vitesse d'exécution, la certitude d'exécution et le coût total de transaction), en fonction des objectifs de placement indiqués par le client[56]. Les ACVM étudient cette description à la lumière des commentaires reçus.

---

[55] Publiées dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-06-10, Vol. 2 n° 23).

[56] Publié sous la référence dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (2005-02-04, Vol. 2 n° 5).

Dans ce contexte, la mise sur pied de marchés multiples compliquera vraisemblablement la tâche du courtier pour garantir le respect tant de l'obligation d'exécution au meilleur cours que de l'obligation de meilleure exécution (si elle diffère de l'obligation d'exécution au meilleur cours). Par exemple, lorsqu'un courtier traite un ordre client, il lui faut établir quel marché offre le meilleur cours disponible. Dans le passé, le courtier savait qu'en affichant un ordre sur le marché des titres de participation, le meilleur cours lui était garanti parce que le système faisait respecter l'obligation. Depuis la mise sur pied de multiples marchés, le courtier ne peut avoir la certitude d'obtenir le meilleur cours sans prendre de mesures supplémentaires. En outre, il est possible que la négociation selon ce qui pourrait constituer le meilleur cours entre en conflit avec la meilleure exécution, si celle-ci inclut d'autres facteurs pertinents qui peuvent entrer en ligne de compte dans le cadre d'une décision en matière de placement (notamment la vitesse d'exécution, le manque à gagner et le risque de rater la transaction)[57].

Tandis que les courtiers sont assujettis à des obligations en matière de meilleure exécution, de priorité aux clients et de meilleur cours, la plupart des investisseurs institutionnels ne le sont pas. Certains investisseurs institutionnels peuvent avoir une responsabilité, envers leurs membres, leurs bénéficiaires ou leurs clients, d'agir de bonne foi (conseillers inscrits[58]) ou avec diligence (par exemple, les caisses de retraite, les fiduciaires d'autres fonds en fiducie); toutefois, cette norme ne s'applique pas à tous les investisseurs institutionnels. Plusieurs investisseurs institutionnels négocient pour leur propre compte et, en conséquence, ne sont pas assujettis aux règles existantes en matière de meilleur cours et de priorité aux clients. Ils n'ont donc jamais été assujettis à aucune interdiction de procéder à des transactions hors cours. Toutefois, une interdiction de procéder à des transactions hors cours a une portée plus large et vise à englober une obligation générale imposée à tous les participants au marché envers le marché dans son ensemble[59].

La SEC, dans la publication définitive du règlement dit *Regulation NMS*, met l'accent sur le fait que l'adoption de la règle sur la protection des ordres ne diminue pas l'obligation de meilleure exécution qui est imposée au courtier :

> « [TRADUCTION] La Commission n'a pas perçu l'obligation de meilleure exécution comme étant incompatible avec l'acheminement automatisé des ordres ou l'acheminement automatisé requis selon les ordres individuels vers le marché qui affiche le meilleur cours à ce moment. L'obligation de meilleure exécution exige plutôt des courtiers qu'ils évaluent périodiquement la qualité des marchés concurrents en vue de s'assurer que le flux des ordres est dirigé vers ceux qui offrent les modalités les plus avantageuses pour leurs ordres clients. Les courtiers doivent examiner les procédures qu'ils suivent pour obtenir la meilleure exécution à la lumière de l'évolution des marchés et de la technologie, et modifier ces pratiques au besoin pour permettre à leurs clients d'obtenir les meilleurs cours raisonnablement disponibles […] La protection contre les transactions hors cours […] aide le courtier à s'acquitter de son obligation de meilleure exécution, en contribuant à faire en sorte que les ordres clients ne soient pas exécutés à des cours inférieurs aux meilleures cotations protégées. Néanmoins, la règle sur la protection des ordres ne supplante ni ne diminue la responsabilité qui incombe au courtier d'obtenir la meilleure exécution, y compris son obligation d'évaluer la qualité d'exécution des marchés vers lesquels il achemine les ordres clients, indépendamment des exceptions énoncées dans la règle. »

---

[57] Lettre adressée à la SEC concernant le règlement dit *Regulation NMS* de la part de Citadel Investment Group L.L.C. datée du 9 juillet 2004, aux pp. 6 et 7.

[58] Les institutions qui sont des conseillers inscrits ont l'obligation d'agir de bonne foi (Rule 31-505 de la CVMO).

[59] Voir note 5, SEC Final Release aux pp. 160 et 161.

28. La mise sur pied de multiples marchés qui négocient le même titre cause-t-elle un conflit entre ce qui est nécessaire pour respecter l'obligation d'exécution au meilleur cours et ce qui est nécessaire pour respecter l'obligation de meilleure exécution, si celle-ci est définie comme étant autre chose que la simple obtention du meilleur cours? Comment ce conflit peut-il être réglé? L'une des obligations, le meilleur cours ou la meilleure exécution, est-elle plus importante que l'autre? Motivez votre réponse.

2. Marchés figés ou croisés

Il se produit un « marché figé » lorsqu'il existe de multiples marchés qui négocient le même titre et qu'une offre d'achat sur un marché est faite à un cours identique à une offre de vente sur un autre marché (et vice-versa). Si les deux offres avaient été saisies sur le même marché, l'offre d'achat et l'offre de vente aurait été appariées et une transaction aurait été exécutée. Lorsqu'un marché est figé, il existe deux façons de le débloquer :

- Généralement, d'autres acheteurs et vendeurs se manifestent, ce qui donne lieu à des transactions et à une correction immédiate.
- L'un des participants qui a causé l'impasse retire son ordre et le donne sur un autre marché en vue d'une exécution immédiate.

Il se produit un « marché croisé » lorsque l'offre d'achat d'un participant sur un marché est supérieure à l'offre de vente d'un autre participant sur un autre marché (et vice-versa). Cette situation ne dure habituellement pas longtemps puisqu'un participant profite généralement de la possibilité d'arbitrage.

La faculté qu'ont les participants d'avoir connaissance de meilleurs cours et de donner des ordres sur d'autres marchés varie grandement. Si l'ordre est assujetti à la meilleure exécution, p. ex. un ordre dans le cadre duquel le courtier agit en qualité de mandataire, le courtier devrait donner l'ordre sur le marché où il est le plus susceptible d'obtenir une exécution immédiate. Toutefois, d'autres ordres ne sont pas assujettis à la meilleure exécution, p. ex. les ordres des clients institutionnels ou des teneurs de marché, et les participants peuvent ne pas souhaiter donner leurs ordres sur un autre marché, c.-à-d. qu'ils tentent peut-être de faire en sorte que l'autre participant déplace leur ordre. Des règles pourraient être établies afin de prévenir la survenance de marchés figés ou croisés et de favoriser la négociation. La fréquence des marchés figés ou croisés dépend en grande partie de la personne à qui est imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours (soit le marché, soit les participants). Si l'interdiction est imposée aux marchés, ceux-ci devront établir des procédures afin d'éliminer le contournement d'ordres dotés d'un meilleur cours. Quelle que soit la solution retenue, elle pourrait également servir à favoriser le déblocage de titres. Si l'interdiction est imposée au participant au marché, celui-ci peut ne pas être tenu de débloquer les marchés, ni souhaiter le faire, s'il négocie pour compte propre ou pour des comptes non-clients.

29. Comment devrait-on composer avec des marchés figés ou croisés? Des procédures devraient-elles être établies afin de limiter la survenance de marchés figés ou croisés? Le cas échéant, à qui devrait être imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

3. Méthode de répartition des transactions : différence entre la priorité du cours et la priorité du cours-priorité temporelle

Comme nous l'avons vu ci-dessus, la disposition actuelle des RUIM qui impose une obligation aux participants d'accorder la priorité au cours, soit le paragraphe 5.2 des RUIM – *Meilleur cours*, énonce ce qui suit :

> Avant d'exécuter un ordre client, un participant déploie des efforts raisonnables pour s'assurer que :
> a) l'ordre est exécuté au meilleur cours acheteur s'il s'agit d'une offre faite par le client;
> b) l'ordre est exécuté au meilleur cours vendeur s'il s'agit d'un achat par le client.

Il est interdit au participant de négocier à un cours inférieur compte tenu des meilleures offres d'achat et offres de vente qui existent. La priorité du cours garantit que la dernière transaction exécutée a lieu au meilleur cours.

Ainsi, le système de négociation actuel de la TSX et de la Bourse de croissance TSX répartit les transactions en fonction de la priorité prix-heure. Ceci signifie que, si plusieurs ordres sont reçus en même temps et sont dotés du même cours, l'ordre qui est reçu en premier a priorité sur ceux qui sont reçus ultérieurement. Ceci vise à encourager l'inscription d'ordres au registre. Une exception à cette règle se produit lorsqu'il existe deux ordres qui donneraient lieu à une transaction appariée de la part du même participant; une telle application « interne » a lieu indépendamment de la priorité temporelle des ordres.

L'existence de plusieurs marchés qui négocient le même titre crée la possibilité que des ordres antérieurs saisis sur un marché soient contournés par des ordres plus récents dotés du même cours qui sont inscrits sur un autre marché. En outre, les marchés peuvent créer des façons novatrices de répartir les transactions, différemment des répartitions existantes en fonction de la priorité du cours ou de la priorité du cours/priorité temporelle.

30. *La méthode de répartition des transactions (priorité du cours ou priorité du cours/priorité temporelle ou une autre méthode entièrement différente) devrait-elle être la même pour tous les marchés ou le marché devrait-il être en mesure d'établir ses propres procédures de répartition des transactions? Motivez votre réponse.*

4. Dernier cours vendeur

Les RUIM définissent le *dernier cours vendeur* de la manière suivante « le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre au cours du marché ». Étant donné la création de marchés multiples, puisque le « dernier cours vendeur » d'un titre est utilisé comme limite dans le cadre d'un certain nombre de règles de négociation, y compris les ventes à découvert, il se peut que cette définition doive être révisée.

31. *Le dernier cours vendeur devrait-il être le reflet de la négociation sur tous les marchés ou chaque marché devrait-il afficher séparément son dernier cours vendeur? Motivez votre réponse.*

VI. ÉVALUATION DE L'INCIDENCE SUR LES MARCHÉS

A. Étude de la SEC sur les taux et l'incidence des transactions hors cours

Aux États-Unis, le thème principal du débat sur les transactions hors cours était la question de savoir si la protection intermarchés des cotations affichées était nécessaire pour promouvoir les marchés les plus équitables et les plus efficients possibles pour les investisseurs[60]. Les commentaires reçus à l'égard de cette question étaient partagés, certains croyant que une protection intégrale était nécessaire sur tous les marchés tandis que d'autres estimaient qu'aucune protection n'était nécessaire puisque la concurrence entre les marchés, l'intérêt économique propre des participants ainsi que les obligations existantes de meilleure exécution imposées aux courtiers garantiraient que les ordres dotés du meilleur cours seraient négociés en premier[61]. Dans le but de réagir aux commentaires et d'établir les taux et l'incidence des transactions hors cours sur les marchés américains, la SEC a mené plusieurs études en comparant les données de négociation des titres intercotés sur l'ITS (la Bourse de New York et les bourses régionales) et sur le marché NASDAQ. La SEC a examiné les données de négociation en fonction des critères suivants :

- les taux de transactions hors cours sur l'ITS et le NASDAQ en pourcentage du nombre de transactions;

[60] Voir note 5, SEC Final Release, à la page 38.
[61] Voir note 5, SEC Final Release, à la page 40.

- la taille des cotations contournées en pourcentage du volume global des actions;
- les types d'ordres qui donnent lieu à des transactions hors cours. Les opérations en bloc portant sur plus de 10 000 actions comptent pour 50 % du volume global des transactions hors cours;
- le pourcentage du volume des actions que représentent les transactions sur moins de 10 000 actions;
- le pourcentage du volume global des actions que représentent les cotations contournées;
- le pourcentage global des transactions qui sont exécutées à un cours inférieur;
- l'examen des taux d'exécution des ordres importants pour déterminer l'efficacité de la négociation sur l'ITS et sur le marché NASDAQ[62].

La tâche de la SEC (établir les taux et l'incidence des transactions hors cours) a été facilitée par la structure de marché existant aux États-Unis pour deux raisons :

- De multiples marchés existent depuis des années et la SEC pouvait avoir recours à des données de négociation s'étalant sur une période précédant son annonce afin d'examiner la question des transactions hors cours et de s'assurer que les données n'étaient pas faussées.
- La structure du marché offrait deux échantillonnages de marchés, soit le système ITS, sur lequel il existait une règle limitée interdisant des transactions hors cours, et le marché NASDAQ, sur lequel il n'existait aucune protection contre les transactions hors cours. Ceci permettait non seulement de comparer les différentes méthodologies préconisées mais aussi d'examiner l'incidence sur les titres inscrits à la cote des deux types de marché.

B. Statut des données sur les transactions hors cours au Canada

Au Canada, les mêmes titres ne sont pas négociés sur plusieurs marchés depuis 1999; en conséquence, il n'existe pas de données de négociation antérieures que l'on puisse examiner. L'effet ou l'incidence des transactions hors cours sera en grande partie déterminé par la fréquence des transactions hors cours qui se produisent sur les marchés canadiens, ce qui ne pourra faire l'objet d'une surveillance que lorsqu'un autre marché qui négocie des mêmes titres que les bourses existantes commencera ses activités. Au cours de la période de consultation prévue par le présent document de discussion et au cours de la période de transition, s'il en est, dans l'éventualité où la mise en œuvre d'une règle est envisagée, les ACVM et SRM surveilleront les taux des transactions hors cours éventuelles sur les marchés canadiens ainsi que leur incidence sur le marché canadien.

VII. CONCLUSIONS

La mise sur pied de nouveaux marchés au Canada, la prolifération de l'accès direct aux marchés accordé à de nouveaux types de participants, l'existence de nouveaux mécanismes pour les opérations en bloc et l'évolution rapide des technologies ont engendré le débat actuel sur les opérations hors cours. La réglementation des marchés des capitaux doit établir un équilibre entre, d'une part, la stimulation de l'innovation et, d'autre part, la création d'un marché des capitaux équitable et impartial.

Nous encourageons tous les participants aux marchés des capitaux à formuler des commentaires sur cette question importante. L'issue de ce débat façonnera les marchés des capitaux de l'avenir au Canada et, en conséquence, nous estimons que le débat devrait être transparent et que toutes les parties

---

[62] Comme nous l'avons vu à la rubrique II.C.3 ci-dessus, la publication définitive de la SEC comportait une dissidence, et les dissidents ont publié une décision complémentaire à la décision majoritaire. Ils ont fait valoir certains points qui peuvent être pertinents dans le cadre du débat public au Canada concernant les transactions hors cours. Les dissidents :
- n'étaient pas convaincus que les données recueillies corroboraient la conclusion selon laquelle les transactions hors cours comptaient pour au moins 8 % de l'ensemble des transactions, et ils sont parvenus à la conclusion que les transactions hors cours ne comptaient que pour 2,5 % de toutes les transactions;
- sont parvenus à la conclusion que le total de 2,5 % ne constituait pas un volume suffisamment important pour mériter une intervention réglementaire
- ont observé que, lorsque des clients institutionnels effectuent des transactions hors cours, les petits investisseurs dont les ordres demeurent sur le registre sont habituellement touchés par des marges d'un sou ou moins.

intéressées devraient bénéficier de la possibilité de faire connaître leur avis. C'est avec plaisir que nous envisageons de travailler de concert avec les participants au marché, les marchés et les autres autorités de réglementation dans le cadre de la mise en œuvre d'une solution qui procure souplesse et équité à tous les participants au marché.

VIII. CONSULTATION

A. Questions précises

Les ACVM sollicitent expressément des commentaires sur les questions suivantes (posées sous les rubriques du présent document) :

1. Quels facteurs ou critères faut-il prendre en considération pour déterminer la structure et les exigences appropriées pour le marché canadien?

2. Quelles questions liées à la structure du marché devraient être prises en ligne de compte dans le cadre de la discussion de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

3. La discussion au sujet de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle tenir compte de la négociation de titres négociés hors bourse sur des marchés autres que des bourses (par exemple, des titres à revenu fixe qui se négocient sur plus d'un SNP)? Dans l'affirmative, veuillez cerner les questions liées à la structure du marché qui doivent être examinées.

4. Veuillez fournir des commentaires concernant la proposition de SRM au sujet de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Avec quels éléments êtes-vous en accord ou en désaccord et pourquoi?

5. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, quelles différences entre les marchés canadiens et américains devraient être prises en compte?

6. Faut-il traiter les transactions hors cours de manière différente sur les marchés des instruments dérivés et sur les marchés des titres de participation? Motivez votre réponse.

7. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle être imposée lorsqu'il existe plusieurs marchés qui négocient les mêmes titres? Quels sont les avantages et les inconvénients? Motivez votre réponse.

8. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours aura-t-elle une incidence sur l'innovation et la concurrence sur le marché canadien? Motivez votre réponse.

9. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle demeurer une obligation qu'un courtier a envers ses clients, ou tous les participants au marché devraient-ils avoir une obligation générale envers le marché?

10. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle être imposée au participant au marché ou au marché? Pourquoi?

11. Quelles solutions technologiques existent ou doivent être élaborées si une interdiction de procéder à des transactions hors cours est imposée aux marchés? Quelles solutions existent si l'interdiction est imposée plutôt aux participants au marché?

12. L'absence d'un consolidateur de données nuirait-elle à l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours?

13. Un régime imposant une interdiction de procéder à des transactions hors cours doit-elle tenir compte des frais d'accès?

14. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée aux participant, au marché, quels autres problèmes liés à l'accès faudrait-il régler?

15. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle avoir recours à une méthode axée sur la pleine profondeur du registre ou uniquement sur la tête du registre?

16. La solution élaborée afin d'éliminer les transactions hors cours devrait-elle inclure la faculté d'acheminer des ordres de balayage?

17. Lorsque les participants au marché négocient sur un marché où ils ne savent pas si leurs ordres seront appariés et que le registre des ordres n'est pas transparent, au moment de l'exécution d'un ordre situé à l'extérieur de la fourchette de l'offre d'achat et de l'offre de vente d'un autre marché, le participant devrait-il être tenu d'exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours disponibles sur d'autres marchés? Le cas échéant, comment?Cette obligation devrait-elle être limitée aux ordres visibles?

18. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, faudrait-il la respecter au moment de l'exécution de la transaction dotée d'un cours inférieur, simultanément ou immédiatement après celle-ci? Le modèle devrait-il permettre la mise en œuvre des trois solutions?

19. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle s'appliquer à tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient au moment où l'interdiction a été respectée, à tous les ordres dotés d'un meilleur cours qui existaient auparavant (au moment de l'exécution) ou devrait-elle se limiter au volume de la transaction dotée d'un cours inférieur?

20. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, des dispenses devraient-elles être prévues à l'égard des ordres assortis de conditions particulières? Le cas échéant, à l'égard desquels et pourquoi?

21. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, une dispense devrait-elle être prévue à l'égard des ordres dont le cours ou d'autres conditions importantes ne peuvent être établis au moment de la saisie?

22. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle prévoir une dispense pour les opérations en bloc importantes?

23. Le seuil du volume d'une transaction en bloc visant un titre négocié sur plusieurs marchés devrait-il être le même d'un marché à l'autre? Dans la négative, quelle en serait l'incidence?

24. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, les ordres de balayage favoriseront-ils l'exécution d'ordres visant des blocs de titres? Comment?

25. Si une interdiction de procéder à des transactions hors cours était imposée, devrait-elle s'appliquer aux tranches invisibles du registre?

26. Devrions-nous prévoir la possibilité de « se retirer » de l'acheminement des ordres à des marchés lorsque l'ordre doté d'un meilleur cours figure sur un marché manuel, ou la règle devrait-elle protéger uniquement les ordres qui sont immédiatement et automatiquement accessibles?

27. Quelle est l'incidence de l'imposition d'une interdiction de procéder à des transactions hors cours à des personnes autres que des courtiers?

28. La mise sur pied de multiples marchés qui négocient le même titre cause-t-elle un conflit entre ce qui est nécessaire pour respecter l'obligation d'exécution au meilleur cours et ce qui est nécessaire pour respecter l'obligation de meilleure exécution, si celle-ci est définie comme étant autre chose que la simple obtention du meilleur cours? Comment ce conflit peut-il être réglé? L'une des obligations, le meilleur cours ou la meilleure exécution, est-elle plus importante que l'autre? Motivez votre réponse.

29. Comment devrait-on composer avec des marchés figés ou croisés? Des procédures devraient-elles être établies afin de limiter la survenance de marchés figés ou croisés? Le cas échéant, à qui devrait être imposée l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

30. La méthode de répartition des transactions (priorité du cours ou priorité du cours/priorité temporelle ou une autre méthode entièrement différente) devrait-elle être la même pour tous les marchés ou le marché devrait-il être en mesure d'établir ses propres procédures de répartition des transactions? Motivez votre réponse.

31. *Le dernier cours vendeur devrait-il être le reflet de la négociation sur tous les marchés ou chaque marché devrait-il afficher séparément son dernier cours vendeur? Motivez votre réponse.*

B. Commentaires

Les parties intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur le document de discussion au plus tard le jeudi 20 octobre 2005, aux membres des ACVM ci-dessous, en double exemplaires, aux soins de la CVMO.

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Services Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Registrar of Securities, Territoires du Nord-Ouest
Registrar of Securities, Yukon
Registrar of Securities, Nunavut

Veuillez faire parvenir vos commentaires **uniquement** aux adresses indiquées ci-dessous. Vos commentaires seront transmis aux autres territoires membres des ACVM.

a/s John Stevenson, secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Bureau 1903, C.P. 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : (416) 593-2318
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Veuillez également transmettre votre présentation à l'Autorité des marchés financiers aux coordonnées suivantes :

Anne-Marie Beaudoin, Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Les lettres d'observations présentées dans le cadre de la consultation ne sont pas traitées comme confidentielles, à moins d'une demande en ce sens. Elles seront transmises aux autres autorités en valeurs mobilières, peu importe qu'il y ait une demande de confidentialité. Lorsque la confidentialité est demandée, les lettres seront traitées comme confidentielles, mais la législation sur l'accès à l'information dans certains territoires peut obliger les autorités en valeurs mobilières à les communiquer. Les personnes qui présentent des lettres d'observations doivent donc savoir que la presse et les membres du public peuvent les obtenir.

C. Tribune publique

En raison de l'importance des questions se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et de leur incidence sur les marchés des capitaux canadiens, les ACVM ont organisé une tribune publique qui aura lieu le vendredi 14 octobre 2005 à 10 heures afin de permettre à toutes les parties intéressées de participer aux discussions se rapportant à la protection contre les transactions hors cours. Les parties intéressées qui désirent participer à la tribune publique sont invitées à indiquer dans leur lettre de commentaires en réponse au présent document de discussion qu'elles désirent comparaître. Ces lettres de commentaires doivent être reçues au plus tard le lundi 19 septembre 2005.

Il est prévu que des commissaires présideront la tribune. Les membres du personnel ne formuleront pas d'arguments mais participeront en qualité d'observateurs.

La tribune publique aura un caractère informel. Les présentations peuvent être effectuées par les conseillers juridiques, les experts et les employés de tous les participants au marché. Seuls les commissaires auront le droit de poser des questions aux personnes qui font des présentations orales. Toutefois, d'autres personnes pourront présenter une contre-preuve. Les présentations se limiteront à une demi-heure, sauf si les circonstances justifient le contraire. Une transcription des procédures sera réalisée. La décision définitive concernant les détails du processus sera annoncée après que le personnel des ACVM aura passé en revue les présentations et discuté du processus avec les parties intéressées.

Les questions devraient être axées sur les problèmes soulevés dans le présent document de discussion et sur les questions qui y sont posées.

D. Questions

Veuillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
(514) 395-0558, poste 4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Randee Pavalow
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
(416) 593-8257
rpavalow@osc.gov.on.ca

Cindy Petlock
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
(416) 593-2351
cpetlock@osc.gov.on.ca

Tracey Stern
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
(416) 593-8167
tstern@osc.gov.on.ca

Darren Sumarah
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
(416) 593-2307
dsumarah@osc.gov.on.ca

Susan Toews
British Columbia Securities Commission
(604) 899-6764
stoews@bcsc.bc.ca

Blaine Young
Alberta Securities Commission
(403) 297- 4220
blaine.young@seccom.ab.ca

Doug Brown
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
(204) 945-0605
doubrown@gov.mb.ca

Le 22 juillet 2005

CSA Discussion Paper 23-403,
Market Structure Developments and Trade-Through Obligations

Table of Contents

I. INTRODUCTION....1

II. THE CURRENT STRUCTURE OF THE CANADIAN MARKET....2
- A. Current Structure for Exchange-Traded Securities....2
- B. Current Rules in Canada Relating to TradingThrough....3
  - 1. National Instrument 23-101 Trading Rules....3
  - 2. Universal Market Integrity Rules – Part 5....3
- C. Recent Developments and Changes....5
  - 1. Introduction of ATSs in Canada that trade Canadian listed securities....5
  - 2. Proposed UMIR amendments....5
    - (a) Off-Marketplace Trades....5
    - (b) Trade-through Proposal....6
  - 3. U.S. developments and international considerations....7
    - (a) U.S. developments....7
    - (b) International considerations....8
  - 4. Derivatives markets....9

III. ROLE AND SCOPE OF A TRADE-THROUGH OBLIGATION....9
- A. Nature of any Trade-Through Obligation....9
  - 1. Balancing investor confidence and competition and innovation....9
  - 2. Trade-through as an obligation to the client....10
  - 3. Trade-through as an obligation to the market....11
- B. On Whom Should a Trade-Through Obligation be Imposed?....11
  - 1. Should the obligation be on the marketplace participant?....11
  - 2. Should the obligation be on the marketplace?....12
- C. Meeting a Trade-Through Obligation....12
  - 1. Satisfying the trade-through obligation before or simultaneously with execution....13
    - (a) How the obligation is determined....13
    - (b) Impact on access requirements....14
    - (c) Depth-of-book or best bid/ask....15
    - (d) Sweep orders....15
  - 2. Trade-through obligation for marketplaces with limited pre-trade transparency or other unusual execution characteristics....15
    - (a) Depth-of-book or best bid/ask?....16

IV. EXEMPTIONS FROM A TRADE-THROUGH OBLIGATION....17
- A. Exemptions Related to the Determination of Price or Special Terms....17
- B. Block Trade Exemptions....17
- C. Exemption for Non-Visible Parts of an Order....18
- D. Issues Considered by the SEC....19
  - 1. Fast markets vs. slow markets....19
  - 2. General ability to opt out....19

V. IMPLICATIONS OF A TRADE-THROUGH OBLIGATION....20
- A. Operational Issues....20
- B. Trading Increments....20
- C. Consequential Issues Related to Multiple Marketplaces Trading the Same Securities....20
  - 1. Best Execution....20
  - 2. Locked or crossed markets....22
  - 3. Method of trade allocation: difference between price priority and price-time priority 22

4. Last sale price 23

VI. EVALUATING THE IMPACT ON MARKETS 23
A. SEC Study on Rates and Impact of Trade-Through 23
B. Status of Trade-Through Data in Canada 24

VII. CONCLUSIONS 24

VIII. COMMENT PROCESS 24
A. Specific Comments Requested 24
B. Comments 26
C. Public Forum 27
D. Questions 28

I. INTRODUCTION

The purpose of this discussion paper is to discuss evolving market developments and the consequential implications for our market, in particular the obligation to avoid trade-throughs (trade-through obligation).

The review of market structure and the policy response began in the 1990's with the interest in allowing new types of marketplaces which were then known as proprietary electronic systems (now known as alternative trading systems) to operate in Canada. The public policy discussion considered the benefits and concerns brought on by having multiple marketplaces. The discussions also examined how new marketplaces brought competition and choice for investors regarding where to execute trades and how to execute them, while at the same time the development of multiple marketplaces can cause fragmentation of the price discovery process and market surveillance.

In December 2001, the Canadian Securities Administrators (CSA or we) introduced National Instrument 21-101, *Marketplace Operation* (NI 21-101) and National Instrument 23-101, *Trading Rules* (together, the ATS Rules). The objectives of the ATS Rules were to: (1) facilitate competition and thereby investor choice; (2) identify and implement the requirements that maintain and improve market integrity when there are multiple marketplaces trading the same securities; and (3) minimize the impact of any fragmentation caused by competition through transparency and other requirements. The ATS Rules introduced a regulatory structure for the regulation of marketplaces[1], including the need for an ATS to contract with a regulation services provider. They imposed transparency requirements for orders and trades of exchange-traded securities and unlisted debt securities.[2] The purpose of the provisions on best execution, fair access, and prohibition against manipulation and fraud was to strengthen market integrity across all marketplaces.

Since 2001, new types of marketplaces with different types of trade execution methodologies have been introduced in Canada. These developments have raised issues regarding the application of current market conduct rules, treatment of non-dealer industry participants who have direct access to marketplaces, whether the same level of transparency is appropriate for different types of marketplaces, whether data consolidation is necessary in light of technology developments, and most recently the role of the trade-through obligation. This paper will focus on the trade-through obligation.

A "trade-through" occurs when a quote or "an order exposed on a marketplace" that is at a better price is by-passed and a trade is executed at an inferior price. Trade-throughs can occur intra-market (within one marketplace) or inter-market (between multiple marketplaces trading the same security). "Trade-through obligation" refers to an obligation to ensure that better-priced orders on any marketplace are executed prior to, simultaneously with or immediately after the execution of a trade. In other words, a full trade-through obligation requires that an entity ensure that its orders do not by-pass better-priced orders already in the book.[3]

Recent changes in the capital markets have led regulators and self-regulatory organizations (SROs) both in and outside of Canada to introduce proposals on this issue. On January 31, 2005, the Bourse de Montréal implemented a rule related to block trading. Market Regulation Services Inc. (RS) has published a proposal relating to block trading and trade-through obligations.[4] In the United States, the Securities and Exchange Commission (SEC) has just adopted Regulation NMS (Reg NMS), which introduced changes to the trade-through obligation (Order Protection Rule), access (Access Rule), decimalization and data fees.[5]

---

1 A "marketplace" is an exchange, quotation and trade reporting system or an alternative trading system.

2 The transparency requirements are in Parts 7 and 8 of NI 21-101.

3 We note that costs, including access fees, would have to be taken into account when determining on which marketplace the better prices are located.

4 These changes are discussed in detail in section II.C.2. below.

5 Securities and Exchange Commission, Release No. 34-51808; File No. S7-10-04 *Regulation NMS*, issued June 16, 2005 (SEC Final Release).

The CSA request comment on the issues and questions raised in this discussion paper regarding market structure developments and trade-throughs.

The CSA believe it is time to initiate a discussion to consider how market structure should generally evolve, and specifically, the role of the trade-through obligation. As part of the discussion, we believe it is important to identify the objectives we are trying to achieve and any problems that we are trying to avoid or minimize. The CSA have identified the following objectives as the factors that should be considered in identifying the appropriate structure and requirements for Canada: (1) balancing regulation and competition among all types of marketplaces; (2) recognizing and supporting the role of retail participation in the market; (3) promoting greater order interaction and displayed depth; and (4) encouraging innovation.

1. *What factors or criteria should be considered in identifying the appropriate structure and requirements for the Canadian market?*

We encourage all types of participants in the market to participate in the discussion to ensure that all of the issues are explored, so that the results will properly balance investor protection and fair and efficient capital markets. Investor protection requires us to examine the position of all investors, large and small. Ensuring fair and efficient markets requires that we consider the implications of implementing a policy on all participants.

This paper will discuss the current structure of the Canadian market (Part II), role and scope of a trade-through obligation (Part III), exemptions from a trade-through obligation (Part IV), implications of a trade-through obligation (Part V), impact on markets (Part VI), and the conclusions (Part VII).

II. THE CURRENT STRUCTURE OF THE CANADIAN MARKET

A. Current Structure for Exchange-Traded Securities

Historically, in Canada, trading of listed equity securities could only occur on exchanges. Since 1999, each security has been traded on only one domestic marketplace.[6] The exchanges' technology systems have created trade-through protection within their own marketplaces (i.e. intra-market trade-through protection). We are discussing these issues mainly in the context of listed equity securities, although the same issues may be applicable to any securities trading on multiple marketplaces, for example, corporate debt trading on multiple alternative trading systems (ATSs).

We have seen that the introduction of the ATS Rules has facilitated competition and innovation in the Canadian market by accommodating new marketplaces that have diverse models of trading. New trading technologies are being established to enable dealers and non-dealers alike to trade directly on a marketplace. Marketplaces can now compete by trying to improve upon existing trading alternatives by differentiating on price, cost of execution, liquidity and speed of execution, among others. This competition benefits all investors in that they are provided with more choice, better services and potentially cheaper execution costs.

The Universal Market Integrity Rules (UMIRs) administered on behalf of the stock exchanges and for ATSs by RS were introduced to regulate trading on marketplaces. They were initially drafted based on the existing structure of the equity exchanges. However, with the introduction of new ATSs and innovative trading methodologies, RS has recently undertaken a strategic review of the UMIRs to ensure that the provisions are market-neutral and do not favour one structure over another.

2. *What market structure issues should be considered as part of the discussion on the trade-through obligation?*

---

[6] This does not include those that are inter-listed on foreign exchanges. In 1999, Canadian exchanges entered into an agreement whereby the Toronto Stock Exchange would trade senior equity securities, the Canadian Venture Exchange (now TSX Venture Exchange) would trade junior equity securities and the Bourse de Montréal would trade derivatives.

3. Should the discussion about trade-throughs consider trading of non-exchange traded securities on marketplaces other than exchanges (for example, fixed income securities trading on more than one ATS)? If so, please identify market structure issues that need to be reviewed.

B. Current Rules in Canada Relating to Trading Through

The existing rules relating to trade-through are tied to best execution and best price obligations and are summarized below. These rules were developed as part of the codification of the fiduciary duty of a dealer to its client. They were not developed to facilitate a separate obligation on all participants to the market and to orders already in the book. Until recently, no issues arose under the rules because

- there haven't been multiple marketplaces trading the same securities in Canada,
- the technology systems of existing marketplaces enforced the best price obligation, and
- only dealers had direct access to the existing marketplaces.

1. National Instrument 23-101, *Trading Rules*

In Part 4 of National Instrument 23-101, *Trading Rules (*NI 23-101), a dealer acting as agent for a client must make reasonable efforts to ensure that the client receives best execution.[7] Notwithstanding this requirement, the dealer must not execute a transaction on a marketplace that could be filled at a better price on another marketplace or with another dealer.[8] The obligations in NI 23-101 apply only to dealers "acting as agent for a client" and do not extend to any non-dealers or dealers acting as principal.

These requirements do not specifically impose a trade-through obligation. However, the implication of having a best price obligation is that there are constraints on how the dealer must execute the order, i.e. at the best price available, and the dealer must not trade through better- priced orders.[9]

2. Universal Market Integrity Rules – Part 5

The UMIRs also tie trade-through to best execution and best price obligations.

UMIR Rule 5.1 *Best Execution of Client Orders* requires a Participant[10] to "diligently pursue the execution of each client order on the most advantageous terms for the client as expeditiously as practicable under prevailing market conditions." UMIR Rule 5.2 *Best Price Obligation* reads:

> (1) A Participant shall make reasonable efforts prior to the execution of a client order to ensure that:
> (a) in the case of an offer by the client, the order is executed at best bid price; and
> (b) in the case of a bid by the client, the order is executed at the best ask price.

Subsection 5.2(2) provides for exemptions from the "best price" obligation:

- where required or permitted by a Market Regulator pursuant to clause (b) of Rule 6.4[11] to be executed other than on a marketplace in order to maintain a fair and orderly market;

---

7 Subsection 4.2(1) of NI 23-101.

8 Subsection 4.2(2) of NI 23-101.

9 See section V.C.1 below for a discussion on best execution and the trade-through obligation. We acknowledge that current views differ on how to define best execution and how much it should focus on best price. Even if price is the main focus, many factors are considered in determining best execution, including volumes, direction of movement of prices, the size of the spread and overall liquidity. Institutional investors may seek speed of execution, or certainty, and may specify a particular exchange or facility (e.g. market-on-close), or want to trade in a particular way (e.g. anonymously). Concept Paper 23-402, *Best Execution and Soft Dollar Arrangements* was published on February 4, 2005 at (2005), 28 OSCB 1362. See page 1367 of Concept Paper 23-402 for additional discussion of best execution.

10 "Participant" is defined in section 1.1 of the UMIRs as "a dealer registered in accordance with securities legislation of any jurisdiction and who is (a) a member of an Exchange, user of a QTRS, or a subscriber of an ATS; or (b) a person who has been granted trading access to a marketplace and who performs the functions of a derivatives market maker."

- for a Special Terms Order[12] unless:

  (i) the security is a listed security or quoted security and the Marketplace Rules of the Exchange or QTRS governing the trading of a Special Terms Order provide otherwise, or

  (ii) the order could be executed in whole, according to the terms of the order, on a marketplace or with a market maker displayed in a consolidated market display; and

- for Call Market Orders, Volume-Weighted Average Price Orders, Market-on-Close Orders, Basis Orders or Opening Orders where directed or consented to by the client to be entered on a marketplace.[13]

Part 2 of UMIR Policy 5.2, *Best Price Obligation* references the trade-through obligation as part of the "best price obligation" and states that "Participants may not intentionally trade-through a better bid or offer on a marketplace by making a trade at an inferior price (either one-sided or a cross) on a stock exchange or organized market. This Policy applies even if the client consents to the trade... at an inferior price. Participants may make the trade...if the better bids or offers...on marketplaces are filled first or coincidentally with the trade on the other stock exchange or organized market. The time of order entry is the time that is relevant for determining whether there is a better price on a marketplace." The Policy applies to "active orders" – such an order defined as "an order that may cause a trade-through by executing against an existing bid or offer on another stock exchange or organized market at a price that is inferior to the bid or ask price on a marketplace at the time."

As described above, the UMIRs imposing best execution and best price obligations apply only to agency activity by a dealer and do not apply to dealers acting as principal or to non-dealers. The trade-through obligation is in the UMIR Policy and is linked to best execution and best price obligations. However, Part 2 of Policy 5.2, *Trade-Through of Marketplaces* goes further, as it provides that "the Policy applies to trades for Canadian accounts and Participants' principal (inventory) accounts."

---

[11] UMIR Rule 6.4 requires trades by a Participant to be on a marketplace except in certain circumstances. Subsection (b) allows a trade in a security outside of a marketplace if required or permitted by a Market Regulator in order to maintain a fair and orderly market.

[12] "Special Terms Order means an order for the purchase or sale of a security:
(a) for less than a standard trading unit;
(b) the execution of which is subject to a condition other than as to price or date of settlement; or
(c) that on execution would be settled on a date other than:
(i) the third business day following the date of the trade, or
(ii) any settlement date specified in a special rule or direction referred to in subsection (2) of Rule 6.1 that is issued by an Exchange or QTRS."

[13] These orders are defined in section 1.1 of the UMIRs as follows:
"Call Market Order means an order for the purchase or sale of one or more particular securities that is entered on a marketplace on a trading day to trade at a particular time or times established by the marketplace during that trading day at a price established by the trading system of the marketplace."
"Volume-Weighted Average Price Order means an order for the purchase or sale of a security entered on a marketplace on a trading day for the purpose of executing trades at an average price of the security traded on that trading day on that marketplace or on any combination of marketplaces known at the time of the entry of the order."
"Market-on-Close Order means an order for the purchase or sale of a security entered on a marketplace on a trading day for the purpose of executing at the closing price of the security on that marketplace on that trading day."
"Basis Order means an order for the purchase or sale of listed securities or quoted securities:
(a) Where the intention to enter the order has been reported by the Participant or Access Person to a Market Regulator prior to the entry of the order;
(b) that will be executed at a price which is determined in a manner acceptable to a Market Regulator based upon the price achieved through the execution on that trading day of one or more transactions in a derivative instrument that is listed on an Exchange or quoted on a QTRS; and
(c) that comprise at least 80% of the component security weighting of the underlying interest of the derivative instruments subject to the transaction or transactions described in clause (b)."
"Opening Order means an order for the purchase or sale of a security entered on a marketplace on a trading day for the purpose of calculating and executing at the opening price of the security on that marketplace on that trading day."

C. Recent Developments and Changes

There have been recent developments and proposed changes that have necessitated a review of the issue of trading-through and current requirements. These developments and changes are discussed below.

1. Introduction of ATSs in Canada that trade Canadian listed securities

Until 2005, ATSs that operated in Canada under the ATS Rules were foreign-based and they did not execute trades in Canadian exchange-traded securities. Trading in Canadian exchange-traded securities only occurred on the Toronto Stock Exchange (TSX), TSX Venture Exchange and, more recently, the Canadian Trading and Quotation System (CNQ). These exchanges only permit access through dealers (even when institutional clients are using "Direct Access Facilities").[14] Their systems enforce price priority, and this, in combination with best execution obligations, *de facto*, results in trading taking place at the best price at any given time.

An ATS that trades Canadian-listed securities has been registered to carry on business in a number of jurisdictions in Canada. Both institutional investors and dealers will have direct access to the trading system. The operation of this ATS has refocused attention on the current rules relating to trade-through protection – again, that dealers are subject to a trade-through obligation, whereas non-dealer marketplace participants[15] (institutions or other investors) are not. By virtue of this, some of the participants in this ATS, under the current rules, will not have a trade-through obligation.

The existence of multiple marketplaces without system-enforcement of the best price obligation (which is the current definition of best execution) opens the possibility for tension between best price obligations and preferred execution strategies. Realizing that different participants - dealers acting as agent, dealers acting as principal and non-dealers - have different trading objectives and fiduciary duties, the method used to meet the best price obligation and trading objectives may differ. At times, trading at what may be the best price could be in direct opposition to the desires of the client with respect to preferred execution, especially when considering all the factors that go into a trading decision.

2. Proposed UMIR amendments

(a) Off-Marketplace Trades

In August 2004, RS proposed amendments to deal with the intentional by-passing of better-priced orders on a marketplace when executing a large block trade.[16] A revised proposal was refiled and published on April 29, 2005[17] without the trade-through portion (the trade-through proposal is discussed below). The amendments were introduced partially in response to a circumstance where a large block of shares was traded "off-marketplace" as a result of concerns around being able to properly assess the risks of trading the block in light of the existence of "iceberg" orders[18] (a portion of which are undisclosed orders).[19]

Included in the proposed amendments are:

- clarification that the "best price" obligation applies at the time of order execution, instead of at order entry;

---

[14] "Direct Access Facilities" and "intermediated direct market access" refer to TSX Rule 2-501 and similar access. Throughout this paper, when we refer to "direct access", we are not including Rule 2-501-type access.

[15] "Marketplace participants" is used in this paper to apply to anyone directly accessing the markets, whether dealers or institutional or retail clients. This does not include TSX Rule 2-501 clients, as they access the markets through dealers who are responsible for the trading that occurs.

[16] Published at (2004), 27 OSCB 7355.

[17] Republished at (2005), 28 OSCB 4091.

[18] For a discussion of "iceberg orders", see section IV.C below.

[19] Normally, when trading a block on the TSX, the dealer must "clear out the book", including the undisclosed portion of iceberg orders, making it very difficult to quantify the obligation.

- guidance on what will constitute "reasonable efforts" expected of a Participant under that obligation; and
- a mechanism to cap the obligation to fill better-priced orders to the disclosed volume in certain circumstances.[20]

The amendments are currently under review by the British Columbia Securities Commission, the Alberta Securities Commission, the Manitoba Securities Commission, the Ontario Securities Commission and the Autorité des marchés financiers (Recognizing Regulators).

(b) Trade-through Proposal

RS filed with the Recognizing Regulators a request for comment on amendments to the UMIRs relating to trade-throughs.[21] The purpose of the amendments is to provide an interim solution to address the issue of trade-throughs in multiple marketplaces. The current UMIR rule applies a best price obligation only on Participants.[22] Under the amendments, the trade-through obligation would be separated from best price and a stand alone trade-through obligation would be applied to non-dealers and dealers alike. The amendments would require a Participant, when trading a principal, non-client or client order, or an Access Person[23], when trading directly on a marketplace or regulated market, to make reasonable efforts to fill better-priced orders on marketplaces upon executing a trade at an inferior price on another marketplace. In determining whether a Participant or Access Person has undertaken "reasonable efforts" to execute better-priced orders, consideration would be given to whether:

- the Participant or Access Person has access to the marketplace with the better-priced order or orders and the additional costs that would be incurred in accessing such orders or orders; and
- the Participant or Access Person has met any applicable obligation under Part 2 of Policy 2.1[24] to move the market.

The Recognizing Regulators of RS published a Notice on June 3, 2005 stating that they will review the proposal in the context of this paper.[25]

It should be noted that the RS proposal would not eliminate trade-throughs. Under the proposed amendments, an Access Person is subject to the "reasonable efforts" test where they are only required to fill better-priced orders on marketplaces to which they have access. As a result, an Access Person that wants to trade on multiple marketplaces, but chooses to have direct access to only one ATS, can trade at any price on that ATS if it accesses other marketplaces (the TSX or other ATSs) only by placing orders with a dealer. This creates a gap, where an Access Person can determine when and if the trade-through obligation applies to their orders.

Also, no analysis was provided about the cost of the proposal on Access Persons or the costs, generally, for RS to monitor and enforce such obligations on non-dealers. Placing the obligations on marketplace participants, including non-dealers, has practical implications for marketplace participants and for market structure, which have not been addressed.

The RS proposal would extend rules to marketplace participants who currently are not subject to them. The RS proposal starts at the point of deciding that all direct marketplace participants should be subject to trade-through obligations, without first asking the questions:

---

[20] If the price of the pre-arranged trade or intentional cross is not less than the lesser of 95% of the best bid price and the best bid price less 10 trading increments, and not more than the greater of 105% of the best ask price and the best ask price plus 10 trading increments, then the order may be marked as a "designated trade" and needs only to execute against the disclosed volume on the marketplace prior to execution.

[21] Published at (2005), 28 OSCB 5064.

[22] See section B.2. above.

[23] Section 1.1 of the UMIRs defines Access Person as "a person other than a Participant who is:
(a) a subscriber; or
(b) a user.

[24] Policy 2.1 relates to just and equitable principles of trading.

[25] Published at (2005), 28 OSCB 5064.

- who should be subject to trade-through obligations?
- to what extent?

4. Please provide comments on the RS proposal regarding trade-through obligations. Which elements do you agree or disagree with and why?

3. U.S. developments and international considerations

(a) U.S. developments

On April 6, 2005, the SEC approved Reg NMS which will significantly alter the current trade-through rules in the United States. Historically, trade-through rules were established in the U.S. on a marketplace-by-marketplace basis. The US exchanges, including the New York Stock Exchange (NYSE), adopted a rule for exchange-listed securities but NASDAQ did not follow suit. The U.S. exchanges used a specialist system where the quotes were not immediately accessible. This, at times, could result in delayed execution and reporting of trades. The ATSs trading NASDAQ securities complained that timing latencies in the quotation and trade data put them at a significant disadvantage if they were required to send orders to the U.S. exchanges to meet trade-through obligations.

In response to this and other issues, the SEC issued a release in February 2004, which received significant comments, and a second release in December 2004. Reg NMS, including the Order Protection Rule, was adopted on April 6, 2005. The Order Protection Rule requires trading centers[26] to "establish, maintain, and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs on that trading center of protected quotations[27] in NMS stock that do not fall within an exception..., and, if relying on one of the rule's exceptions, that are reasonably designed to assure compliance with the terms of the exception."[28] To be protected, a quotation must be immediately and automatically accessible. Trade-through protection will apply to the best bid and offer from every type of participant.

Given the fragmented structure of the United States equity market, placing the obligation on the marketplaces rather than marketplace participants has reduced the number of linkages needed and is a solution that places the measurement of the obligation on the marketplaces rather than the participants. In addition, the obligation applies equally to all orders – whether dealer, institution or retail, if applicable. The SEC release also clearly states that trade-through and best execution obligations are separate and the adoption of the order protection rule "in no way lessens a broker-dealer's duty of best execution."[29]

The Order Protection Rule includes a number of exceptions from "order protection" obligations[30], including:

(a) A "self-help" exception where the transaction that constituted a trade-through was effected when the trading center displaying the protected quotation that was traded-through was experiencing "a failure, material delay or malfunction in its systems or equipment".

(b) Where the transaction that constituted the trade-through was:

(i) a single-priced opening, reopening or closing transaction;

---

[26] "Trading Center" under Reg NMS "means a national securities exchange or national securities association that operates an SRO trading facility, an alternative trading system, an exchange market maker, an OTC market maker, or any other broker or dealer that executes orders internally by trading as principal or crossing orders as agent."

[27] A "protected quotation" is a "protected bid or protected offer" which is defined as a quotation displayed by an automated trading center, disseminated pursuant to an effective national market system plan and is the best bid or best offer of a national securities exchange ... NASDAQ Stock Market... or another national securities association. See footnote 5, SEC Final Release, Rule 242.600(b)(57).

[28] See footnote 5, SEC Final Release, Rule 242.611(a).

[29] See footnote 5, SEC Final Release at page 159.

[30] See footnote 5, SEC Final Release, Rule 242.611(b).

(ii) executed at a time when a protected bid was priced higher than a protected offer (i.e. crossed markets);

(iii) the execution of an order identified when routed to the trading center as an inter-market sweep order[31];

(iv) a transaction effected by a trading center that simultaneously routed an inter-market sweep order to execute against the full displayed size of any protected quotation that was traded through[32];

(v) the execution of an order at a price that was not based, directly or indirectly, on the quoted price of the NMS stock at the time of execution and for which the material terms were not reasonably determinable at the time the commitment to execute the order was made (i.e. benchmark orders, such as VWAP orders); or

(vi) the execution by a trading center of an order for which, at the time of receipt of the order, the trading center had guaranteed an execution at no worse than a specified price (stopped order) where the stopped order was for the account of a customer, the customer agreed to the price on an order-by-order basis, and the price of the trade-through transaction was lower than the national best bid (for a buy order) or higher than the national best offer for a sell order at the time of execution (i.e. underwater stop order).

(c) The trading center displaying the protected quotation that was traded through had displayed, within one second prior to execution of the transaction that constituted a trade-through, a best bid or offer with a price that was equal or inferior to the price of the trade-through transaction (i.e. flickering quotation)

In contrast to the United States, Canada does not have as many marketplaces. As a result, if the regulators decide that trade-through rules are required, implementing inter-market trade-through protection may be less complex.

We note that the SEC Final Release also includes a dissenting opinion written by two Commissioners. The dissenting Commissioners questioned whether the policy changes were appropriate and necessary and whether it had been established that existing trade-through rates indicate a significant investor protection problem.[33] They expressed concern that the trade-through rule would limit competition and stifle innovation and that implementation would be costly. They argued that a "wiser and more practical approach to improve efficiency of U.S. markets for all investors would have been to improve access to quotations, enhance connectivity among markets, clarify the duty of best execution and reduce barriers to competition."[34]

5. If a trade-through obligation is imposed, what differences between Canadian and United States markets should be considered?

---

[31] An "inter-market sweep order" is defined as "when routed to a trading center, the limit order is identified as an intermarket sweep order; and simultaneously, with the routing of the limit order identified as an intermarket sweep order, one or more additional limit orders are routed to execute against the full displayed size of any ...protected [quotation] for the NMS stock with a price that is superior to the limit price of the limit order identified as an intermarket sweep order. These additional routed orders must also be marked as intermarket sweep orders." This exception applies when the broker-dealer routes the order as an intermarket sweep order. See footnote 5, SEC Final Release, Rule 242.600(b)(30).

[32] This exception allows trading center itself to route intermarket sweep orders and thereby allow for immediate internal executions at the trading center. This exception will facilitate the immediate execution of block orders by dealers on behalf of their institutional clients (See footnote 5, SEC Final Release at page 153).

[33] Securities and Exchange Commission, *Dissent of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to the Adoption of Regulation NMS*, dated June 9, 2005, at page 10 (SEC dissent).

[34] See footnote 33, SEC dissent at page 2.

(b) International considerations

The CSA is also examining trade-through issues in international markets besides the United States (such as Europe and Australia). During the comment period, we will be gathering information on how these other markets deal with trade-throughs. We seek your comment on the treatment of trade-through obligations in marketplaces and regulatory regimes outside of North America and their applicability to Canadian markets.

4. Derivatives markets

A growing trend in derivatives marketplaces is the introduction of block trading facilities that enable block trades meeting a certain size threshold to trade through better-priced orders in the order book. Some of the derivatives marketplaces that allow large block trades to trade outside the spread include the Bourse de Montréal, Euronext, Globex, Eurex, Sydney Futures Exchange, Eurex US, Chicago Board of Options and the International Securities Exchange. The recent introduction of such facilities has sparked a trade-through debate similar to that concerning equity securities. In the United States, the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) received many different comments from varying marketplace participants on the decision to allow block trading facilities for derivatives marketplaces.

In Canada, the recent rules adopted by the Bourse de Montréal (the Bourse) to introduce a block trading facility on some products did not attract the same level of attention that equity market trade-through is attracting. Effective January 31, 2005, the Bourse introduced new rules and procedures to allow block transactions on certain derivative products.[35] The amendments exempt large block trades from having to satisfy best price obligations and allow block trades meeting a substantial size threshold to trade through better-priced orders on fixed income derivatives.

To date, the impact of block trading facilities on the derivatives marketplace is largely unknown due to the infrequency of and lack of historical data regarding such large trades. However, the approval of the Bourse's rules by the Autorité des marchés financiers (AMF) was subject to conditions.[36] One of these conditions required the Bourse to conduct a study on the market impact of block trades for the first six months of operations and file monthly statistical reports with the AMF on block trades carried out in its markets. Also, the CFTC is currently conducting a study using market data to determine the impact of block transactions on marketplaces they regulate, before and after execution.

6. Should trade-throughs be treated differently on derivatives markets than equity markets? Why or why not?

III. ROLE AND SCOPE OF A TRADE-THROUGH OBLIGATION

A. Nature of any Trade-Through Obligation

1. Balancing investor confidence and competition and innovation

Many market participants believe that some form of trade-through obligation is important to maintain investor confidence in the market, especially in markets such as ours where there is a high degree of retail participation and an expectation of trade-through protection. Without it, they argue, there is no incentive to contribute to the price discovery process, because investors who disclose their intentions will not be assured the benefit of having their better-priced orders filled while others will be able to use that information to help in determining the prices at which they transact. They also argue that trade-through obligations create an incentive for investors to put their limit orders into a marketplace's book because they have the confidence that if their order is at the best price, it will be protected and their order will be filled before orders at inferior prices. This fosters confidence and encourages more liquidity in the market. This view is consistent with the newly adopted Order Protection Rule in the US, and while we must

[35] Bourse de Montréal Circular no. 014-2005 dated January 27, 2005.
[36] Decision No. 2004-SMV-0191, published in the AMF Bulletin, 2005-01-28, Volume 2 no. 04.

consider how our markets differ in determining the appropriate rules, we cannot ignore the impact of having different rules in this area.[37]

However, others say that a full trade-through obligation is not appropriate. They argue that certain investors, specifically institutions, are sophisticated enough to determine for themselves whether they want to trade against orders at the best price available. Many factors can go into a decision to execute a trade including price, speed of execution, certainty of getting the execution, opportunity costs, commissions and other transaction costs, and the most important factor to such investors in trade execution may not be price.

In addition, some believe that if new marketplaces are designed to allow institutions to trade with each other directly, they should not have to "take out" better-priced orders on the traditional marketplace, especially if it has monopolistic position, because such a requirement would affect their ability to execute their trade on the marketplace of their choice. They argue that (a) any duty to the market should only be placed on the dealers, and (b) institutional investors that trade for themselves should have no such duty, especially due to the average size of their trades and their need to act in the best interests of those whose money they invest. In addition, imposing the obligation on marketplaces or marketplace participants could interfere with the ability to execute large blocks efficiently.

Further, some argue that enforcing trade-through protection may stifle competition and innovation. By implementing a trade-through obligation on all marketplaces, new marketplaces may be forced to adopt the same business model as the existing exchanges, functionally eliminating innovation.[38] They argue that these new marketplaces are providing a niche for certain participants and it is wrong to force them to adopt an existing model. Innovative ideas and different business models are the way to attract participants and market share and a trade-through obligation may not enable these models to flourish.[39] By imposing a predetermined architecture on the structure of the market by forcing technological linkages and rules on participants to eliminate the occurrence of trade-throughs, such measures may be successful initially at eliminating them but may serve as a deterrent to further innovation and new marketplace competition. Some argue that this lack of competition and innovation may lead to a decrease in investor confidence in the market as a whole. In addition, the fact that to date in Canada ATS activities have been limited must be considered.

There is a need to maintain a balance between competition among marketplaces, so that efficient trading services are promoted, and integrating competition among orders which promotes more efficient pricing of individual securities. Therefore, the regulatory structure should seek to avoid the extremes of isolated marketplaces trading the same security without regard to trading in other marketplaces and a totally centralized system that loses the benefits of competition and innovation among marketplaces.[40]

7. *Should trade-through protection be imposed where there are multiple marketplaces trading the same securities? Why? Why not? What are the advantages and disadvantages?*

8. *Will the trade-through obligation impact innovation and competition in the Canadian market? How?*

2. Trade-through as an obligation to the client

UMIR Policy 5.2 directly links trade-through to the best price obligation owed to clients and was seen as part of the fiduciary duty owed by an intermediary to its clients. This characterization of the trade-through obligation has implications on whom the obligation should be placed as well as the scope of the obligation. If it is part of the duty to act in the best interests of clients, then it is limited to those

---

37 Reg NMS is discussed above in section II.C.3.

38 Peterffy and Battan, "Why Some Dealers and Exchanges Have Been Slow to Automate", *Financial Analysts Journal*, Volume 60, Number 4 at page 16.

39 Lee, Ruben, *Capital Markets that Benefit Investors - A Survey of the Evidence on Fragmentation, Internalisation and Market Transparency*, September 30, 2002.

40 See footnote 5, SEC Final Release at pp. 12-13.

intermediaries who have such obligations either under statute, common law, the Quebec civil code or the rules of a self-regulatory organization. It could also mean that a client should have full discretion on whether the client's trading objective is best price or some other factor such as immediacy.

3. Trade-through as an obligation to the market

As described above, trade-through obligations have been limited to dealers as part of their obligations to their clients and were not imposed on investors as a general duty. However, if one accepts the view that trade-through protection is essential to the market as a whole, then it should be an obligation that either all direct participants (whether they are dealers or not) or marketplaces have to the market. Imposing this duty ensures fairness to all market participants and allows price to be the key determinant as to whether an order gets executed or not. Part B below discusses the implications of placing the obligation on the participants versus the marketplace.

9. Should the trade-through obligation remain an obligation owed by dealers to their clients or should all marketplace participants owe a general duty to the market?

B. On Whom Should a Trade-Through Obligation be Imposed?

If the trade-through obligation is no longer characterized as resulting from a duty to the client and is seen more as an obligation to the market, then to whom should the obligation be extended and how?

1. Should the obligation be on the marketplace participant?

As described above, Part 2 of UMIR Policy 5.2, *Best Price Obligation* currently places responsibility on the Participant and states that "Participants may not intentionally trade through a better bid or offer on a marketplace by making a trade at an inferior price (either one-sided or a cross) on a stock exchange or organized market." Historically, only dealers could access the equity markets and trade-through protection wasn't an issue because the TSX platform enforced best price allocation. The recent proliferation of intermediated direct market access coupled with ATSs interested in providing direct access to institutional investors requires us to examine the issue.

If the general duty and thus a trade-through obligation is imposed on all marketplace participants, it may be difficult to implement for a variety of reasons. First, investors and dealers have different resources and capabilities. One of the primary business functions of a dealer is trading securities and they have professional traders whose job is to execute trades in certain securities and who have developed various tools to facilitate this, including tools for monitoring marketplaces for the best price available. Institutional investors, on the other hand, may also have professional traders but trading is not the institutions' primary business. They may not have the tools or the ability to monitor all marketplaces for the best available price. It is even less likely that a retail investor would have these tools.

Currently, there is no "standard" of proficiency needed to gain access to marketplaces. The requirements necessary for the access to one marketplace may differ significantly from those of another. If a trade-through obligation is placed upon marketplace participants, they must have the ability to monitor, measure and execute trades to ensure compliance with the trade-through obligation. It is likely that most non-dealers currently do not have this ability and, to the extent parallel obligations are placed on different marketplace participants, consideration should be given to whether consistent proficiency requirements should be applied.

In addition, the regulator would have to take steps to monitor and ensure compliance with trade-through obligations for a much larger group. Dealers and non-dealers alike would have to institute policies and procedures that would have to be reviewed. This could also necessitate reviews of institutions or retail investors for compliance with trading rules, something that has not been traditionally performed.

RS's proposal published on June 3, 2005 recommends placing the obligation on the marketplace participants, both dealer and non-dealer, to "make reasonable efforts to fill all orders displayed in a consolidated market display".

2. Should the obligation be on the marketplace?

An alternative to placing the obligation on the marketplace participants, as the UMIRs currently do, is to place the obligation on the marketplaces.

Requiring the marketplaces to establish procedures to satisfy the trade-through obligation eliminates the concern over different participants' ability to identify, measure, and execute in accordance with the obligation. Placing an obligation on the marketplace, rather than the participant, also allows more freedom to adapt quickly to market innovations and new technology, as marketplaces are in a better position to respond quickly to new developments in the market than marketplace participants.

In contrast to the RS proposal, in the United States, the SEC has imposed the obligation on the trading center to "establish, maintain, and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs, and, if relying on one of the rule's exceptions, which are reasonably, designed to assure compliance with the exception."

Although the Canadian equity market is not as complex as that in the U.S., if a trade-through obligation is adopted to help protect investors or the integrity of Canadian equity markets, then imposing the trade-through obligation on marketplaces appears to be the better alternative. Differences in proficiency requirements, access, and ability to measure and determine trade-through obligations among participants in the market could lead to an inconsistent approach to trade-through protection if the obligation is imposed on the marketplace participant instead of the marketplace. A marketplace solution could largely be instituted through technological linkages, either directly between marketplaces or indirectly through use of smart order-routers, and could provide an objective means of routing orders to the best price.

Another advantage of placing the obligation on the marketplace is that it would be easier to monitor and enforce. In addition, it appears that imposing the obligation on the marketplace participant would be more costly. Specifically, having every marketplace participant connect to every marketplace, directly or indirectly, in order to comply with a trade-through obligation would cost more overall than if a smaller number of marketplaces were required to create such connections to each other.

Placing the obligation on the marketplace allows the marketplace to determine the best means for achieving its trade-through obligation. The marketplace could address the issues through the design of its trade execution algorithms (e.g. all orders must be within the bid/ask spread of the orders being shown), direct linkages, or the use of indirect means. However, there are some disadvantages to this approach. First, there is a question of whether requiring a marketplace to route orders to another marketplace would affect innovation and the ability of marketplaces to design creative models of execution or limit their access to particular participants. Second, there may be a large cost to the marketplace to establish the systems necessary to enforce trade-through protection.

10. If a trade-through obligation is imposed, should the obligation be imposed on the marketplace participant or the marketplace? Why?

C. Meeting a Trade-Through Obligation

Under the current UMIR provisions, a dealer is expected to take out better-priced orders before executing an order at an inferior price. However, internal and intentional crosses[41] on the TSX have been dealt with

[41] An "intentional cross means a trade resulting from the entry by a Participant of both the order to purchase and the order to sell a security, but does not include a trade in which the Participant has entered one of the orders as a jitney order." An "internal cross means an intentional cross between two client accounts of a Participant which are managed by a single firm acting as a portfolio manager with discretionary authority to manage the investment portfolio granted by each of the clients and includes a

differently. TSX Rule 4-802 describes when certain trades entered or the trade execution will be subject to interference from orders in the book. This suggests that those orders have been matched and the obligation to take out better-priced orders arises after the matching.[42] Thus different trade allocation methodologies pose different challenges for when and how the trade-through obligation is met.

We note that, in the United States, the SEC states that the Order Protection Rule takes a substantially different approach than that which was taken by The Intermarket Trading System plan (ITS) applicable to exchange-listed securities. The ITS provisions provided for an after-the-fact complaint procedure pursuant to which the aggrieved market would seek satisfaction from the market traded through. In contrast, the Order Protection Rule is designed to "prevent" trade-throughs, or if a marketplace is relying on an exception, to assure compliance with the exception.[43]

This section discusses the issues related to when and how to meet a trade-through obligation. We note that these solutions are not mutually exclusive.

1. Satisfying the trade-through obligation before or simultaneously with execution

Implementing a trade-through obligation could require an entity to fill all better-priced orders, including those on other marketplaces before the trade occurs, or simultaneously if an exception for sweep orders is included. This approach is similar to the market model that the Canadian equity markets currently use where all better-priced orders are filled before an execution occurs at a lower price.[44] However, this model may not be effective for all marketplace structures, especially in circumstances where there is no pre-trade price or volume transparency.

Implementation issues relating to this approach are not as complex as the post-matching approach (see below). The issues that arise in implementing the preventative approach depend on whether the obligation is imposed on the marketplace or the marketplace participant and relate to how the obligation is determined, the level of execution and whether participants must have access to all marketplaces.

(a) How the obligation is determined

To implement the "preventative" trade-through obligation, an entity needs to determine which marketplaces have the best-priced orders and the volume that needs to be executed.

Technology solutions may be required to monitor other marketplaces to determine where the better-priced orders are located so they can be executed first in a timely manner. In addition, there would need to be an easily discernable audit trail to evaluate how the obligation is being met. The SEC, in its final release of Reg NMS, stated that it has instructed its staff to develop a rule proposal that would require trading centers to publicly disclose standardized and comparable statistics on the incidence of trade-through transactions that do not fall within an exception to the rule.[45]

In our view, the solution regarding how to monitor and satisfy a trade-through obligation that applies to all marketplace participants is a much more difficult task than that which applies to a marketplace. Marketplace participants with different skills may have difficulty in determining if there are better-priced orders available and the size of those orders, especially if the quote information from multiple marketplaces is not consolidated. The cost of meeting the obligation may be higher than if the obligation was on the marketplace.

---

trade where the Participant is acting as a portfolio manager in authorizing the trade between the two client accounts." UMIR section 1.1.

42 It is not clear whether it is technically before the actual execution in that it is before the cross is printed.

43 See footnote 5, SEC Final Release at pp. 22-24.

44 For example, in the upstairs market if participants agree to a price on a block trade at an inferior level to the bid or offer, all better-priced orders on the TSX must be filled before the trade can occur.

45 See footnote 5, SEC Final Release at page 150.

11. *What technology solutions exist or need to be developed if a trade-through obligation is imposed on marketplaces? What solutions exist if the obligation is imposed, instead, on marketplace participants?*

12. *Does the absence of a data consolidator affect whether and how the trade-through obligation should be imposed?*

(b) Impact on access requirements

NI 21-101 acknowledges the importance of access to marketplaces. Sections 5.1 and 6.13 of NI 21-101 provide that recognized exchanges and ATSs shall establish written standards for granting access to trading and shall not unreasonably prohibit, condition or limit access to services provided by it. Consideration needs to be given to the impact of extending the trade-through obligation for marketplaces or market participants on access requirements.

The RS proposal limits the trade-through obligation on marketplace participants to only those marketplaces to which they have direct access. As mentioned earlier, a marketplace participant could avoid the trade-through obligation simply by obtaining direct access to only one marketplace, and indirectly accessing the other marketplaces through a dealer. By doing so, it would be able to take advantage of the dealer's obligation to trade at the best price available when it chooses to do so, creating a gap that could be exploited to a marketplace participant's advantage.

On the other hand, there are issues with placing the obligation on marketplace participants and requiring them to have direct access to *all* marketplaces. Forcing participants in the market to access all marketplaces means greater cost and complexity for the marketplace participants because they would have to access multiple marketplaces including marketplaces where they may seldom trade and which may employ execution methodologies they prefer not to use. In addition, requiring all marketplace participants to have access to all marketplaces could affect each marketplace's ability to design its own business model, particularly where a marketplace is structured to allow for access by only one type of marketplace participant (for example, institutional investors) or where marketplace participants have to meet strict criteria in order to obtain access.

As stated above, the SEC's Order Protection Rule requires trading centers to establish, maintain and enforce written policies that are reasonably designed to prevent trade-throughs. It also addresses the issue of access to marketplaces through the Access Rule[46]. The SEC describes the intended effect of the Access Rule as follows:

> "First, it enables the use of private linkages offered by a variety of connectivity providers, rather than mandating a collective linkage facility such as ITS, to facilitate the necessary access to quotations. The lower cost and increased flexibility of connectivity in recent years has made private linkages a feasible alternative to hard linkages, absent barriers to access. Using private linkages, market participants may obtain indirect access to quotations displayed by a particular trading center through members, subscribers, or customers of that trading center. To promote this type of indirect access, Rule 610 prohibits a trading center from imposing unfairly discriminatory terms that would prevent or inhibit the access of any person through members, subscribers, or customers of such trading center."[47]

Placing the obligation on marketplaces helps to avoid creating additional access issues for the participants. However, it remains possible for a marketplace to meets its trade-through obligation by transferring it to its participants.

[46] See footnote 5, SEC Final Release, Rule 242.610.
[47] See footnote 5, SEC Final Release at page 27.

13. Does a regime imposing a trade-through obligation need to address access fees? [48]

14. If a trade-through obligation is placed on marketplace participants, what other access issues need to be addressed?

(c) Depth-of-book or best bid/ask

Historically, equity marketplaces in Canada have enforced best price obligations and, by implication, trade-through protection, for all orders at a better price. The ability to offer protection to all orders in the order book was, until recently, simplified by the fact that securities were each traded on only one marketplace and equity marketplaces in Canada were fully automated.

In contrast, in an environment like the United States with securities trading on multiple marketplaces and fragmentation of order flow, applying protection to depth-of-book is much more complicated. Not all marketplaces in the United States are automated and some exchanges had adopted a specialist system where orders could be filled manually. This led to a difference in the timing of execution of orders that were entered onto a manual market versus an electronic market. As a result, in the United States, trade-through protection has focused on an approach that only requires the execution of the level of the national best bid and offer (NBBO), or "top-of-book", and not full depth-of-book.

The Canadian equity market does not have the same structure and related issues with manual versus automated markets. In particular, all marketplaces in Canada are currently fully automated electronic trading systems and there are only a handful of marketplaces. As a result, implementing the U.S. top-of-book approach lends itself to less trade-through protection than has historically existed in Canada.

15. If a trade-through obligation is imposed, should the obligation use a full depth-of-book approach or only a top-of-book approach?

(d) Sweep orders

One way to facilitate the implementation of a trade-through obligation is to allow for "sweep orders." Under the Order Protection Rule, a trading center is exempt from the trade-through obligations if it receives an inter-market sweep order or routes an order as an inter-market sweep order. Sweep orders would allow a marketplace participant to route orders to multiple marketplaces simultaneously in order to execute both the better and inferior prices at the same time. A sweep order would require systems changes at the marketplace level to allow for a "sweep marker" so that the system could recognize that orders were simultaneously sent to execute both the better-priced and inferior priced orders.

If a trade-through obligation is imposed on the marketplaces, they would need to establish policies and procedures for an order to be routed to another marketplace with a better price. An order marked "sweep" would tell the receiving marketplace not to reroute the order because the participant had also sent simultaneous multiple orders to meet the trade-through obligation.

16. Should the solution developed to deal with trade-throughs include the ability to route sweep orders?

2. Trade-through obligation for marketplaces with limited pre-trade transparency or other unusual execution characteristics

In some marketplaces, a participant may have submitted an order with a set price and volume but may not know if there will be a match until the match actually occurs because the quotes on the marketplace are not transparent. Other marketplaces may allow participants to negotiate directly by communicating

[48] The Access Rule includes a portion that limits the access fees that can be charged for access to protected quotations and manual quotations at the best bid and offer.

orders to each other until there is a match. Because of their structures, these systems may not enable an entity to meet the trade-through obligation before or simultaneously with, an execution at an inferior price.

One potential solution would be to implement a post-matching approach, similar to a cross-interference mechanism, which imposes a duty on an entity to satisfy the "better-priced" orders after trade matching occurs. This approach can be used whether the obligation is on the marketplace or the marketplace participant. Using the post-matching approach may be necessary for marketplace models that do not have pre-trade transparency. In these models, it is impossible to fulfill the trade-through obligation prior to the match because marketplace participants do not know if there are orders in the book that will match with theirs nor do they know the price at which the match will occur. Only once the matching occurs is there certainty as to whether the price is inferior to the prices available on other marketplaces and only AFTER the execution could the better-priced orders on other marketplaces be filled.

As discussed below, implementation of the post-matching obligation approach is more complicated than a preventative approach and raises a number of issues that depend on both the particular market model and the regulatory model we choose.

17. *Where marketplace participants are trading on a marketplace where they do not know if their orders will match and the order book is not transparent, upon execution of an order outside the bid/ask spread of another marketplace, should the participant have to satisfy better-priced orders available on other marketplaces? If so, how? Should this be restricted to visible orders?*

(a) Depth-of-book or best bid/ask?

The post-matching approach requires that the person with the trade-through obligation determine the amount of the displacement that must occur after a trade is executed at an inferior price. This, along with the issues identified below, make the post-matching approach more complicated than the pre-execution approach.

To implement the post-matching approach, the volume of the orders that must be displaced and a method of executing those orders must be determined. The determination of the amount of the post-matching obligation may be difficult to ascertain because the market for the particular security may be moving quickly and it may be difficult to measure the actual amount of the obligation at a particular moment in time.

There are a number of different methods of establishing the amount of the post-matching obligation and we discuss several here. One option is to limit the amount of the post-matching obligation to the volume of the original trade. This approach would not necessarily clear out all the better-priced orders and could allow for trade-throughs. However, it would also allow for the determination of the liability associated with a particular trade.

Another option is to require the marketplace participant to fill all orders at better prices, regardless of the volume immediately after the trade. This approach would ensure that better-priced orders on all marketplaces are filled at the time the inferior-priced trade is executed. However, this approach leads to unlimited liability for those executing inferior-priced trades and may inhibit less sophisticated marketplace participants from entering the market because the risk associated with unlimited liability may outweigh the benefits of trading.

Finally, the model may allow for a snapshot of the marketplaces to be taken at a particular point in time, such that the volume of all better-priced orders is fixed at that moment. Any orders entered after the snapshot is taken would not be filled. This approach would fix the liability of a particular marketplace participant and ensure that all better-priced orders that existed at the time of execution of the inferior-priced order are filled. This approach would also eliminate the ability of speculators to benefit from the expected entry of post-execution orders. The questions that arise when considering the use of a snapshot

are who would take it, how it would be taken and what technological changes would be necessary to implement it.

18. *If a trade-through obligation is imposed, should it occur at, simultaneously to or immediately after execution of the inferior- priced trade? Should the model accommodate all three solutions?*

19. *If a trade-through obligation is imposed, should it apply to all better-priced orders existing when the obligation is discharged, all better-priced pre-existing orders (at the time of execution) or should it be limited to amount of the trade at the inferior price?*

IV. EXEMPTIONS FROM A TRADE-THROUGH OBLIGATION

Regulators that have imposed a trade-though obligation have also allowed for certain exemptions from the obligation. This section discusses those exemptions.

A. Exemptions Related to the Determination of Price or Special Terms

As described above in section II.B.2, the UMIRs set out a number of exemptions from the existing best price obligation. The basis for an exemption for some of these types of orders is that the price of execution is not known with certainty at the time of order entry because the trading system uses a predetermined algorithm to calculate the execution price of such orders and the price is therefore not known by the marketplace participant at the time of order entry (order types that are calculated by an algorithm, e.g. VWAP orders) or is not based on the quotes currently displayed in the marketplace. In these circumstances, marketplace participants cannot determine if there will be a trade-through obligation before deciding to enter the order on a marketplace. There are also exemptions granted to Special Terms Orders[49] that exclude them from executing as a normal order because the counterparty to the trade may only be inclined to accept the terms if the execution is done at a discount to the best available price. As a result, the price of execution of Special Terms Orders may occur outside the best available bid and ask price.

20. *If a trade-through obligation is imposed, should exemptions be provided for special terms orders? Which ones and why?*

21. *If a trade-through obligation is imposed, should an exemption be provided for orders for which the price or other material terms cannot be determined on order entry?*

B. Block Trade Exemptions

One of the developments that has focused attention on the trade-through debate has been the difficulty and uncertainty created when handling large orders. When marketplace participants are considering trading a large block of a particular security they want to know the exact volume that may be executed in any venue and a reasonable estimate of the price of the trade. With a trade-through obligation in place, marketplace participants may not be able to readily discern this information. There is additional complexity when iceberg orders are allowed on the marketplace because it becomes impossible for participants to know the volume available at a particular price.[50]

In addition, the presence of a large order often results in increased price volatility, as other participants, not involved in the block transaction, may see indications of buying or selling pressure and may place additional orders at better prices that need to be filled before the execution price of the block is reached causing further interference in the execution of the block.

Participants that engage in large block transactions are concerned with uncertainty relating to prices and volumes. They believe that such uncertainty discourages trading activity and reduces the amount of

[49] See footnote 12 for definition of "Special Terms Order".
[50] See section C below for a discussion of iceberg orders.

liquidity provided for certain securities. In response to these concerns, realizing that large block trading represents a significant amount of volume and business, marketplaces have been creating facilities or providing exemptions to facilitate large volume block transactions.[51]

However, the ability of large block transactions to trade through better-priced orders that have been previously entered onto a marketplace may dissuade or prevent smaller participants from participating in the marketplace. In addition, some argue that if the size of a block transaction is very large, it should not be a problem to displace those smaller orders already in the book.

The SEC, in its final release of Reg NMS, did not provide for an exemption for block trades. Instead, they indicated that "the use of the inter-market sweep order will facilitate the immediate execution of block orders by dealers on behalf of their institutional clients."[52]

Another exemption from the trade-through obligation is provided to a "wide distribution" in certain circumstances.[53] This exemption is granted on a similar basis to the exemption granted for large block transactions on the derivatives markets – i.e., that such a large order will create unwanted price volatility and discourage participants from placing orders.

If some accommodations for large block transactions are appropriate, the key will be determining the appropriate size threshold. The threshold must strike a balance between excluding trades that would have minimum price impact on the book and being large enough that it applies to trades that could be potentially disruptive to the marketplace. At present, the marketplaces that offer facilities or exemptions from trade-through obligations determine the amount for the size threshold. As competition between marketplaces grows, there may an incentive to facilitate block trades, by lowering the amount of the size threshold to capture business.

22. *If a trade-through obligation is imposed, should it include an exemption for large block trades?*

23. *Should the size threshold for a block trade exemption for the same security traded on multiple marketplaces be the same across marketplaces? If not, what would the impact be?*

24. *If a trade-through obligation is imposed, will sweep orders facilitate the execution of block orders? How?*

C. Exemption for Non-Visible Parts of an Order

One issue that arises when developing a trade-through obligation is whether the obligation should apply to any undisclosed portions of orders in the book. An "iceberg order" is a type of order that allows a large single order entered onto the marketplace to be divided into smaller visible amounts for the purpose of hiding the actual size. This allows other market participants to see only the small disclosed portion of the order. Once the small disclosed amount has been displaced another small portion of the order immediately appears; this process repeats until the total amount of the order has been filled. By hiding the large size of the order, iceberg orders reduce the information leakage and minimize the price impact of disclosing such a large order.

---

51 Some examples include the Bourse de Montréal block trading facility and the TSX's iceberg order type. In the Bourse block trading example, these trades are permitted to be executed outside of the bid-ask spread (i.e. not subject to trade-through obligations). The existence of iceberg orders has implications for any trade-through obligation, as discussed below.

52 See footnote 5, SEC Final Release at page 153.

53 In an effort to facilitate the distribution of listed securities to a large number of investors, the Toronto Stock Exchange allows participants to distribute large blocks off exchange to investors at a fixed price. TSX Rule 4-103 defines a "wide distribution as a series of distribution principal trades to not less than 25 separate and unrelated client accounts, no one of which participates to the extent of more than 50% of the total value of the distribution." A "wide distribution" is an exception to the rule that listed securities must be traded on exchange. Participants are required to set aside up to 20% of the amount of the distribution to satisfy any additional orders to purchase the security in the book on the exchange and the Market Maker on the security is entitled to up to ten times the minimum guaranteed fill for the security as long as the 20% maximum has not been violated.

A marketplace that has permitted iceberg orders may require that within that market, the undisclosed portion of the iceberg must be filled to meet a trade-through obligation. However, between markets, it is questionable whether the non-visible portion should be protected by a trade-through obligation. The existence of iceberg orders causes difficulties with determining the volume that would need to be displaced to comply with a trade-through obligation. If an iceberg order is entered onto a marketplace, marketplace participants cannot determine the exact volume of better-priced orders that would have to be displaced in meeting their trade-through obligation.

Visible orders in the book help provide liquidity and help in the price discovery process. The introduction of iceberg orders is one type of facilitation for trading large orders and should not result in uncertainty for marketplace participants that wish to execute orders on other marketplaces. Therefore, it is harder to argue that the undisclosed portion of iceberg orders should be given trade-through protection. Further, the lack of trade-through protection for iceberg orders is consistent with not extending such protection to orders in marketplaces with no pre-trade transparency.

A practical result of not protecting non-visible portions of an order is that a technology change would be required that permits a type of "tagged order" or "sweep order" that would facilitate the displacement of a better-priced order on another marketplace and enable the order to by-pass iceberg orders.

We note that in its "Off-Marketplace Trades" proposal, RS indicates that certain orders that are within a specific band are required to execute against only the visible orders in the book.[54]

25. If a trade-through obligation is imposed, should it apply to any non-visible portions of a trading book?

D. Issues Considered By the SEC

1. Fast markets vs. slow markets

As discussed in Section II.C.3, in the United States, issues arose because of the fact that certain marketplaces were electronic or "fast" and others were manual markets or so-called "slow" markets. In response to complaints about the length of time execution took on manual markets and how it placed electronic markets at a disadvantage, the original amendments proposed in Reg NMS provided an "opt-out" feature that allowed clients to waive their trade-through protection if the better-priced order was on a manual marketplace. The rationale behind the opt-out was that the risks caused by uncertainty when executing on a slow market and the speed it took to receive an execution on a fast market may for some clients outweigh the benefits of potentially achieving that "better-priced" order on the manual market. However, the SEC adopted the Order Protection Rule without this "opt-out" but with the clarification that order protection applies only to those quotations that are immediately and automatically accessible. In other words, order protection is not available to manual quotes.

The introduction of multiple marketplaces in Canada allows for the possibility of the introduction of a slow marketplace, where orders are not immediate executable. Currently, all marketplaces provide electronic, immediately executable quotes. If we adopt trade-through protection we will need to consider whether we should provide the ability to trade-through a slow market.

26. Should we provide the ability to opt out of routing orders to marketplaces where the better-priced order is on a manual marketplace or should the rule be drafted to apply to protect only those orders that are immediate and automatically accessible?

2. General ability to opt out

One possible exception is to provide marketplace participants with the ability to opt out of trade-through protection if they have provided informed consent. The intention of this exemption would be to provide

[54] See discussion of "Off-Marketplace Trades" above in section II.C.2(a).

investors with the opportunity to opt out in a variety of circumstances, including executing block transactions without moving the market. The SEC had considered including an opt-out in Reg NMS. However, the SEC, in its final release, adopted the Order Protection Rule without an opt-out because in their view, "such an exception could severely detract from the benefits of inter-market order protection."[55]

V. IMPLICATIONS OF A TRADE-THROUGH OBLIGATION

The imposition of a trade-through obligation will likely have operational and technological costs for marketplace participants and marketplaces and may require consequential amendments to current rules.

A. Operational Issues

If the obligation is placed on marketplace participants, both dealers and non-dealers will have to develop policies and procedures to ensure that the obligation is met. There also could be pressure to connect to each marketplace in order to ensure that they have access to the best price available on all marketplaces in order to meaningfully meet the obligation. In addition, regulators will have to develop compliance programs and will have to conduct reviews of all marketplace participants to ensure compliance with the requirement. This includes reviews of participants that have not historically been reviewed – specifically, institutions and, potentially, retail investors.

If the obligation is on marketplaces, the marketplaces will have to determine how to ensure that the obligation is met. This may be done by creating linkages to other marketplaces or other technology solutions or by placing obligations on their participants. They will also have to implement policies and procedures to ensure compliance with the requirements.

27. What is the impact of imposing a trade-through obligation on non-dealers?

B. Trading Increments

With the introduction of trade-through protection, there is a possibility that marketplace participants may "front" a large order (identify a large order and place better-priced orders of a smaller size ahead of the large order). This is especially true when a price can be improved by one penny. One potential consideration when imposing a trade-through obligation is whether trading increments should be greater than a penny to balance the interests of block trades and limit order protection.

C. Consequential Issues Related to Multiple Marketplaces Trading the Same Securities

The existence of multiple marketplaces that are trading the same securities causes some additional technical issues not specifically addressed by the implementation of a trade-through rule. For example, there are additional concerns raised by locked and crossed markets, the difference between price priority and price-time priority, and the determination of the last sale price. In May 2005, RS proposed amendments to UMIR to accommodate the introduction of multiple and competitive marketplaces.[56] The amendments address some of the issues discussed in the following section, including amendments to the definition of last sale price.

1. Best Execution

The assurance that the best-priced orders on a Canadian exchange would trade first led, historically, to two practical outcomes:

---

[55] "Instead, Rule 611 addresses the concerns of those who otherwise may have felt that they needed to opt-out of protected quotations in a more targeted manner. In particular, the Rule incorporates an approach that seeks to serve the interests of both marketable orders and limit orders by appropriately balancing these interests..." See footnote 5, SEC Final Release at page 119.

[56] Published at (2005), 28 OSCB 5297.

- Marketplace participants were encouraged to use limit orders and they could be certain that price alone was the basis for execution of orders.
- One of the primary fiduciary obligations owed to clients, to obtain the best price, was guaranteed by simply placing an order on the system.

With the automation of best price execution, dealers were left to focus on factors other than price in achieving best execution for their clients' orders. This combination of automated best price execution once an order was directed to a particular exchange, and the dealer determining which other variables were important for execution, allowed dealers to meet all of their execution objectives at the same time.

Recent improvements in technology and the introduction of new marketplaces have provided institutional investors with direct access to certain marketplaces without the need for an intermediary, and have raised issues about the role of best price obligation in best execution. In addition, a recent review of the meaning of best execution prepared by some of the CSA jurisdictions, and renewed interest in the United States and the United Kingdom as part of their review of appropriate use of commissions, have complicated the issue.

Concept Paper 23-402, *Best Execution and Soft Dollar Arrangements* suggested as a description that best execution means the best net result for the client, considering relevant elements (including price, speed of execution, certainty of execution, and total transaction cost) in light of the client's stated investment objectives.[57] The CSA is considering this description in light of comments received.

In this context, the introduction of multiple marketplaces will likely complicate the dealer's ability to ensure that both best price and best execution obligations (if different from best price) are met. For example, when a dealer is handling a client order it will have to determine which marketplace is providing the best available price. Historically, the dealer knew that by placing an order on the equity marketplace it was guaranteed the best price because of system enforcement of the obligation. With the introduction of multiple marketplaces, the dealer cannot be assured without taking additional steps that the best price is obtained. In addition, it is possible that trading at what may be the best price may conflict with achieving best execution, if best execution is defined to include other relevant factors that may go into a trading decision (including the speed of execution, opportunity cost, and risk of missing the trade).[58]

While dealers are subject to best execution, client priority and best price obligations, most institutional investors are not. Some institutional investors may have a responsibility to their members, beneficiaries or clients to act in good faith (registered advisers[59]) or with prudence and care (for example, pension funds, trustees of other trust funds); however, that standard is not applied to all institutional investors. Many institutional investors trade for themselves and as a result, are not subject to the existing best price and client priority rules and, consequently, historically, trade-through obligations have not applied to them. However, the focus of a trade-through obligation is broader, and encompasses a general duty of all marketplace participants to the market as a whole.[60]

The SEC in the final release of Reg NMS emphasizes that the adoption of the Order Protection Rule does not lessen a dealer's duty of best execution. The SEC states:

> "The Commission has not viewed the duty of best execution as inconsistent with the automated routing of orders or required automated routing on an order-by-order basis to the market with the best quoted price at the time. Rather, the duty of best execution requires broker-dealers to periodically assess the quality of competing markets to assure that order flow is directed to the markets providing the most beneficial terms for their customer orders. Broker-dealers must examine their procedures for seeking to obtain best execution in light of market and technology changes and modify those practices if necessary to enable their customers to obtain the best

[57] Published at (2005), 28 OSCB 1367.
[58] Letter to SEC regarding Reg NMS from Citadel Investment Group L.L.C. dated July 9, 2004, p.6-7.
[59] Institutions that are registered advisers have duties to act in good faith (OSC Rule 31-505).
[60] See footnote 5, SEC Final Release at pp. 160-161.

reasonably available prices....The protection against trade-throughs... undergirds the broker-dealer's duty of best execution, by helping to ensure that customer orders are not executed at prices inferior to the best protected quotations. Nonetheless, the Order Protection Rule does not supplant or diminish the broker-dealer's responsibility for achieving best execution, including its duty to evaluate the execution quality of markets to which it routes customer orders, regardless of the exceptions set forth in the Rule."

28. *Does the introduction of multiple marketplaces trading the same security cause a conflict between what is needed to meet best price obligations and what is needed to meet best execution obligations if the latter is defined as something different from best price only? How can this conflict be resolved? Is one obligation, best price or best execution more important than the other? Why? Why not?*

2. Locked or crossed markets

A "locked market" occurs when there are multiple marketplaces trading the same security where a bid (offer) on one marketplace is at an identical price level to 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. In a locked market situation, there are two ways to unlock the markets:

- typically, more buyers and sellers appear resulting in subsequent trades and immediate correction; or
- one of the participants involved in the lock removes their order and places the order on another marketplace to immediately execute the trade.

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.

The ability of participants to be aware of better prices and to place orders on other marketplaces varies greatly. If the order is subject to best execution, e.g. an order a dealer is working as agent, the dealer should place the order on the marketplace where it is likely to get executed immediately. However, other orders are not subject to best execution, e.g. institutional or market maker orders, and those participants may not want to place their orders on another exchange, i.e. they may be trying to have the other participant move their order. To prevent the occurrence of locked or crossed markets and to facilitate trading, rules could be established to prevent these situations from occurring. In large part, the frequency of locked or crossed markets occurring will depend on whom the trade-through obligation is imposed (the marketplace or the participants). If the trade-through obligation is imposed upon the marketplaces they will need to establish procedures to eliminate the trading-through of better-priced orders. Whichever solution is decided upon could also be used to facilitate the unlocking of securities. If the obligation is placed upon the marketplace participant, the marketplace participant may not be obligated or have the desire to unlock the markets if trading as principal or for non-client accounts.

29. *How should locked or crossed markets be treated? Should procedures be set up to limit the occurrence of locked or crossed markets? If so, upon whom should the obligation be placed?*

3. Method of trade allocation: difference between price priority and price-time priority

As noted above, the current UMIR provision applying a price priority obligation on participants, UMIR Rule 5.2 – Best Price Obligation, states that:

> A Participant shall make reasonable efforts prior to the execution of a client order to ensure that:
> (a) in the case of an offer by the client, the order is executed at the best bid price; and
> (b) in the case of a bid by the client, the order is executed at the best ask price.

The Participant is prohibited from trading at an inferior price given the prevailing best bid and offer. Price priority ensures that the last executed trade occurs at the best price.

For example, the current trading system of TSX and TSX Venture allocates trades based on a price-time priority allocation. That is, if multiple orders are received all with the same price the order that is received first is given priority over orders received later. This is to encourage the placement of orders in the book. One exception to this rule is when there are two orders that would result in a matched trade from the same participant; such an "in house" cross occurs regardless of the orders' time priority.

The existence of multiple marketplaces trading the same security creates the possibility of older orders entered on one marketplace being by-passed by newer orders of the same price that are placed on another marketplace. In addition, marketplaces may create new innovative ways to allocate trades that are different from the existing price priority or price-time priority allocations.

30. Should the method of trade allocation (price priority or price-time priority or some entirely different method) be the same for all marketplaces or should the marketplace be allowed to determine its own procedures for allocation of trades? Why or why not?

4. Last sale price

The definition of "last sale price" is defined in the UMIR as "the price of the last sale of at least one standard trading unit of a particular security displayed in a consolidated market display but does not include the price of a sale resulting from an order that is a Call Market Order." With the introduction of multiple marketplaces, the definition of the last sale price in a security, as this price is used as a limit for a number of trading rules, including short selling, may have to be reviewed.

31. Should the last sale price reflect trading on all marketplaces or should each marketplace have a separate last sale price? Why or why not?

VI. EVALUATING THE IMPACT ON MARKETS

A. SEC Study on Rates and Impact of Trade-Through

In the United States, the central issue of the trade-through debate was whether inter-market protection of displayed quotes was needed to promote the fairest and most efficient markets for investors.[61] The comments received were divided on the issue; some believed full protection was necessary across markets while others felt that no protection was needed as competition among markets, the economic self-interest of the participants, and dealers' existing best execution duties would ensure that better-priced orders were traded first.[62] In an effort to address the comments and determine the rates and impact of trade-throughs on the American markets, the SEC conducted several studies by comparing trade data from inter-listed securities on the ITS (NYSE and the regional exchanges) and the NASDAQ. The SEC studies examined the trade data looking at the following criteria:

- Rates on trade-through on ITS/NASDAQ as a percentage of number of trades,
- Size of quotes traded through as a percentage of total share volume,
- Type of orders that trade-through. Block trades larger than 10,000 shares represent 50% of total trade-through volume,
- Percentage of share volume of trades less than 10,000 shares,
- Percentage of total share volume of traded-through quotations,
- Overall percentage of trades that get executed at an inferior price,

[61] See footnote 5, SEC Final Release at page 38.
[62] See footnote 5, SEC Final Release at page 40.

- Examination of fill rates on large orders as a proxy for the efficiency of trading on ITS and NASDAQ.[63]

The SEC's task of determining the rates and impact of trade-throughs was made easier by the existing market structure in the United States in two areas:

- Multiple marketplaces have existed for many years and the SEC could use trade data from a period before its announcement to examine the trade-through issue to ensure there was no bias in the data.
- The market structure provided two samples of marketplaces: the ITS system where there existed a limited trade-through rule and the NASDAQ where there was no trade-through protection. This allowed for the comparison of not only the different approaches but also allowed the SEC to examine the impact on securities listed in both types of marketplaces.

B. Status of Trade-Through Data in Canada

In Canada, since 1999, the same securities have not traded on multiple marketplaces[64]; as a result, there is no prior trade data to examine. The effect or impact of trade-throughs will largely be determined by the extent of trade-throughs that occur on Canadian marketplaces. This can only be monitored once another marketplace trading the same securities as the existing exchanges begins to operate. During the comment period of this discussion paper and the transition if and when a rule is being considered, the CSA and RS will monitor the rates of trade-throughs, if any, on Canadian marketplaces and their impact on the Canadian market.

VII. CONCLUSIONS

The introduction of new marketplaces in Canada, the proliferation of direct market access to new types of trading participants, new facilities to accommodate block trading and rapidly changing technology all have led to the current trade-through debate. The regulation of the capital markets must strike a balance between encouraging innovation and creating a capital market that is fair and unbiased.

We encourage comment from all participants in the capital markets on this important issue. The outcome of this debate will shape the future of Canada's capital markets, and as a result, we feel the debate should be transparent and that all interested parties should have a chance to voice their opinions. We look forward to working with marketplace participants, marketplaces and other regulators in implementing a solution that provides flexibility and fairness for all market participants.

VIII. COMMENT PROCESS

A. Specific Comment Requested

The CSA specifically asks for comment on the following questions that appear throughout the paper:

1. What factors or criteria should be considered in identifying the appropriate structure and requirements for the Canadian market?

---

[63] As discussed in Section II.C.3 above, there was a dissent to the SEC Final Release and the dissenters published a companion decision to the majority decision. In it, the dissenters make points that may be relevant in the Canadian public debate about trade-through. The dissenters
- were not convinced that the data collected supported the conclusion that trade-through represents a full 8% of all trades and concluded that trade-through represents only 2.5% of all trades
- concluded that 2.5% is not significant enough volume to warrant regulatory intervention
- noted that when institutional clients trade through, retail investors whose orders are left on the book are usually affected by margins of one penny or less.

[64] See footnote 6.

2. What market structure issues should be considered as part of the discussion on the trade-through obligation?

3. Should the discussion about trade-throughs consider trading of non-exchange traded securities on marketplaces other than exchanges (for example, fixed income securities trading on more than one ATS)? If so, please identify market structure issues that need to be reviewed.

4. Please provide comments on the RS proposal regarding trade-through obligations. Which elements do you agree or disagree with and why?

5. If a trade-through obligation is imposed, what differences between Canadian and United States markets should be considered?

6. Should trade-throughs be treated differently on derivatives markets than equity markets? Why or why not?

7. Should trade-through protection be imposed where there are multiple marketplaces trading the same securities? Why? Why not? What are the advantages and disadvantages?

8. Will the trade-through obligation impact innovation and competition in the Canadian market? How?

9. Should the trade-through obligation remain an obligation owed by dealers to their clients or should all marketplace participants owe a general duty to the market?

10. If a trade-through obligation is imposed, should the obligation be imposed on the marketplace participant or the marketplace? Why?

11. What technology solutions exist or need to be developed if a trade-through obligation is imposed on marketplaces? What solutions exist if the obligation is imposed, instead, on marketplace participants?

12. Does the absence of a data consolidator affect whether and how the trade-through obligation should be imposed?

13. Does a regime imposing a trade-through obligation need to address access fees?

14. If a trade-through obligation is placed on the marketplace participants, what other access issues need to be addressed?

15. If a trade-through obligation is imposed, should the obligation use a full depth-of-book approach or only a top-of-book approach?

16. Should the solution developed to deal with trade-throughs include the ability to route sweep orders?

17. Where marketplace participants are trading on a marketplace where they do not know if their orders will match and the order book is not transparent, upon execution of an order outside the bid/ask spread of another marketplace, should the participant have to satisfy better-priced orders available on other marketplaces? If so, how? Should this be restricted to visible orders?

18. If a trade-through obligation is imposed, should it occur at, simultaneously to or immediately after execution of the inferior- priced trade? Should the model accommodate all three solutions?

19. If a trade-through obligation is imposed, should it apply to all better-priced orders existing when the obligation is discharged, all better-priced pre-existing orders (at the time of execution) or should it be limited to amount of the trade at the inferior price?

20. If a trade-through obligation is imposed, should exemptions be provided for special terms orders? Which ones and why?

21. If a trade-through obligation is imposed, should an exemption be provided for orders for which the price or other material terms cannot be determined on order entry?

22. If a trade-through obligation is imposed, should it include an exemption for large block trades?

23. Should the size threshold for a block trade exemption for the same security traded on multiple marketplaces be the same across marketplaces? If not, what would the impact be?

24. If a trade-through obligation is imposed, will sweep orders facilitate the execution of block orders? How?

25. If a trade-through obligation is imposed, should it apply to any non-visible portions of a trading book?

26. Should we provide the ability to opt out of routing orders to marketplaces where the better-priced order is on a manual marketplace or should the rule be drafted to apply to protect only those orders that are immediate and automatically accessible?

27. What is the impact of imposing a trade-through obligation on non-dealers?

28. Does the introduction of multiple marketplaces trading the same security cause a conflict between what is needed to meet best price obligations and what is needed to meet best execution obligations if the latter is defined as something different from best price only? How can this conflict be resolved? Is one obligation, best price or best execution more important than the other? Why? Why not?

29. How should locked or crossed markets be treated? Should procedures be set up to limit the occurrence of locked or crossed markets? If so, upon whom should the obligation be placed?

30. Should the method of trade allocation (price priority or price-time priority or some entirely different method) be the same for all marketplaces or should the marketplace be allowed to determine its own procedures for allocation of trades? Why or why not?

31. Should the last sale price reflect trading on all marketplaces or should each marketplace have a separate last sale price? Why or why not?

B. Comments

Interested parties are invited to make written submissions on the discussion paper. Please provide comments in writing on or before **Thursday, October 20**, 2005 to the CSA listed below in care of the OSC, in duplicate, as indicated below:

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Saskatchewan Financial Services Commission
Manitoba Securities Commission
Ontario Securities Commission
Autorité des marchés financiers
New Brunswick Securities Commission
Registrar of Securities, Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador

Registrar of Securities, Northwest Territories
Registrar of Securities, Yukon Territory
Registrar of Securities, Nunavut

Please send your comments **only** to the addresses below. Your comments will be forwarded to the remaining CSA member jurisdictions.

c/o John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1903, Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8
Fax: (416) 593-2318
Email: jstevenson@osc.gov.on.ca

Please also send your submission to the Autorité des marchés financiers as follows:

Anne-Marie Beaudoin, Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22e étage
Montréal, Québec H4Z 1G3
Email: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Comment letters submitted in response to requests for comments are placed on the public file in certain jurisdictions and form part of the public record, unless confidentiality is requested. Comment letters will be circulated among the securities regulatory authorities, whether or not confidentiality is requested. Although comment letters requesting confidentiality will not be placed in the public file, freedom of information legislation in certain jurisdictions may require securities regulatory authorities in those jurisdictions to make comment letters available. Persons submitting comment letters should therefore be aware that the press and members of the public may be able to obtain access to any comment letters.

C. Public Forum

Because of the importance of the issues relating to the trade-through obligation and their impact on the Canadian capital markets, the CSA have scheduled a public forum on **Friday, October 14, 2005 at 10:00 am** to permit all interested parties to participate in the discussions relating to trade-through protection. Interested parties who wish to participate at the public forum are invited to indicate in their comment letter to this discussion paper that they wish to appear. These comment letters must be received by **Monday, September 19, 2005.**

It is anticipated that Commissioners will preside over the forum. Staff will not make submissions, but will participate as observers.

The public forum will be informal. Presentations may be made by counsel, experts and employees of all market participants. Only Commissioners will be allowed to question those who give oral presentations. However, other may provide contrary evidence as rebuttal. Presentations will be limited to one-half hour, unless otherwise justified. A transcript of the proceedings will be made. The final decision regarding the details of the process will be announced after CSA staff have reviewed the submissions and discussed the process with interested parties.

The issues should be focused on those raised in the discussion paper and the question asked.

D. Questions

Please refer your questions to any of the following people:

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
(514) 395-0558x4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Randee Pavalow
Ontario Securities Commission
(416) 593-8257
rpavalow@osc.gov.on.ca

Cindy Petlock
Ontario Securities Commission
(416) 593-2351
cpetlock@osc.gov.on.ca

Tracey Stern
Ontario Securities Commission
(416) 593-8167
tstern@osc.gov.on.ca

Darren Sumarah
Ontario Securities Commission
(416) 593-2307
dsumarah@osc.gov.on.ca

Susan Toews
British Columbia Securities Commission
(604) 899-6764
stoews@bcsc.bc.ca

Blaine Young
Alberta Securities Commission
(403) 297- 4220
blaine.young@seccom.ab.ca

Doug Brown
Manitoba Securities Commission
(204) 945-0605
doubrown@gov.mb.ca

July 22, 2005

SUPPLÉMENT AU BULLETIN SUR LES VALEURS MOBILIÈRES
DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

2005-07-22 Vol. 2 no 29

Erratum

Arrêté numéro V-1.1-2005-06
du ministre des Finances en date du 19 mai 2005

Erratum

A.M., 2005-06

Arrêté numéro V-1.1-2005-06 du ministre des Finances en date du 19 mai 2005

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1 ; 2004, c. 37)

Gazette officielle du Québec, Partie 2, 1er juin 2005, 137e année, numéro 22, page 2368.

À la page 2374, l'intitulé du règlement aurait dû se lire : « Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif ».

44523