

7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Document de consultation conjoint 23-404 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières : Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada

L'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») publie le texte suivant :

- Document de consultation conjoint 23-404 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières : Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada.

Consultation

L'évolution récente de la structure des marchés par suite de l'avènement des marchés opaques, de nouveaux types d'ordres (dont les ordres invisibles) et d'autres éléments a soulevé un certain nombre de questions qui sont abordées dans ce document et sur lesquelles nous souhaitons obtenir vos commentaires. Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits au plus tard le **29 décembre 2009**.

En raison de l'importance des questions soulevées dans ce document et de leur incidence sur les marchés financiers canadiens, les ACVM et l'OCRCVM ont l'intention d'organiser une table ronde autour de laquelle les questions qui y sont mentionnées et les commentaires reçus seront discutés. Les résultats de ces discussions documenteront les travaux éventuels des ACVM et de l'OCRCVM sur les processus et les dispositions de fond. Si vous souhaitez participer à la table ronde, veuillez manifester votre intérêt dans la lettre de commentaires que vous transmettez à l'adresse ci-dessous.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.gc.ca

Nous ne pouvons assurer la confidentialité de vos commentaires, car la législation sur les valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus au cours de la période de consultation.

Renseignements additionnels

Prière d'adresser toute question aux personnes suivantes :

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Sans frais : 1 877 525-0337, poste 4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

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

Le 2 octobre 2009

**DOCUMENT DE CONSULTATION CONJOINT 23-404
DES AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES
ET DE L'ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU
COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES**

**MARCHÉS OPAQUES, ORDRES INVISIBLES ET AUTRES
INNOVATIONS DANS LA STRUCTURE DES MARCHÉS AU
CANADA**

I. INTRODUCTION

Ces dernières années, au Canada, la structure des marchés financiers a beaucoup évolué. Alors que, auparavant, elles se négociaient sur des marchés centralisés, les actions se négocient désormais sur de multiples marchés, où des bourses et des systèmes de négociation parallèle (SNP) négocient les mêmes titres. En outre, on a récemment assisté à des innovations : la création de marchés qui n'offrent aucune transparence avant les opérations (marchés opaques), l'apparition de nouveaux types d'ordres, notamment ceux dont la transparence est limitée ou nulle (les « ordres invisibles »), l'interaction entre les ordres visibles et les ordres invisibles sur une même plate-forme de négociation, de même que le lancement de mécanismes d'acheminement des ordres intelligents.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») (collectivement, « nous ») ont examiné et évalué chaque innovation avant sa mise en œuvre. Toutefois, bon nombre des changements ont été mis en œuvre par des SNP et, bien qu'ils soient tous soumis à l'examen des organismes de réglementation, ils n'ont pas encore fait l'objet d'un appel de commentaires.

Les innovations dans la structure des marchés peuvent avoir une incidence sur les petits investisseurs et les investisseurs institutionnels ainsi que sur les marchés et les courtiers. Comme nous avons pour mission de protéger les investisseurs, nous devons examiner la situation de chacun d'eux. Il est évident que les opinions diffèrent quant à l'incidence que pourraient avoir certaines innovations récentes. Nous avons donc décidé de solliciter des commentaires afin d'encourager les discussions au sujet de certaines innovations récentes. Plus précisément, nous sollicitons des commentaires sur les questions et les points soulevés dans le présent document de consultation et encourageons tous les participants au marché à prendre part à la discussion et à ainsi nous aider à nous assurer d'explorer toutes les questions soulevées.

Le présent document traite de l'évolution du marché canadien (partie II), des caractéristiques d'un marché efficient et efficace (partie III), des questions précises à l'étude (partie IV) ainsi que de la conclusion et de la consultation publique (partie V) et se termine par un glossaire.

Il est à noter que le présent document ne traite pas des sujets suivants, qui sont examinés dans d'autres contextes : les marchés figés et les marchés croisés, les frais de négociation, les droits relatifs aux données, l'accès direct au marché, les négociations à haute fréquence et les projets de modification du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») (collectivement, les « textes sur les SNP ») ainsi que des instructions générales connexes, publiés le 17 octobre 2008¹.

Il est également à noter que l'on a récemment soulevé aux États-Unis la question de l'utilisation des « ordres éclairs » qui sont transmis à un groupe choisi de participants. Le jeudi 17 septembre, la Securities and Exchange Commission (SEC) a proposé à l'unanimité une modification réglementaire qui interdirait la pratique des « ordres éclairs » aux États-

¹ <http://www.lautorite.qc.ca/bulletin/2008/bulletin-vol5no41.fr.html>.

Unis². Ces « ordres éclairs » ne seraient pas permis au Canada étant donné que la partie 7 du Règlement 21-101 exige qu'un marché qui affiche des ordres à l'intention d'une personne fournisse cette information à une agence de traitement de l'information.

II. ÉVOLUTION DU MARCHÉ CANADIEN

1. Une structure de marché centralisé

Par suite de la restructuration des bourses en 1999 et avant l'apparition des SNP, chaque titre de participation était négocié sur une bourse centralisée (par exemple, les titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (la « TSX ») n'étaient négociés qu'à cette bourse). Au Canada, la liquidité se situait soit dans le registre des ordres visibles des bourses (la TSX ou la Bourse de croissance TSX), soit dans le « marché interne », sur lequel les ordres de la taille d'un bloc étaient d'abord appariés par des participants puis exécutés à la bourse³. En règle générale, les ordres appariés sur le marché « interne » étaient exécutés au moyen de la saisie d'une application à la bourse et (si certaines conditions étaient remplies) n'interagissaient pas avec les autres ordres⁴. Bien que ces opérations doivent être exécutées à la bourse à un prix qui est juste compte tenu de la situation du marché au moment en cause, bon nombre de participants, y compris des petits investisseurs, ne sont pas en mesure d'exécuter des ordres contre ceux-ci, sauf si le cours en vigueur doit être modifié afin de permettre l'exécution de l'« appariement interne », ou si le marché prévoit une règle interne de priorité aux clients pour les cas où des ordres saisis par le même courtier entravent l'exécution de l'ordre au même cours que l'application.

2. L'émergence de marchés multiples

En 2001, l'adoption des textes sur les SNP avait pour objectif d'établir un cadre à l'intérieur duquel les SNP et les bourses seraient appelés à fonctionner. Au cours des dernières années, au Canada, de nombreux SNP ont vu le jour, créant ainsi un environnement à marchés multiples qui permet aux participants au marché de choisir l'endroit où ils veulent placer et exécuter leurs ordres. Certains SNP donnent accès à un bassin de liquidité non transparent (p. ex. MATCH Now⁵ ou Liquidnet⁶), tandis que d'autres exploitent des marchés transparents (p. ex. Pure Trading⁷, Omega ATS, Chi-X et Alpha ATS). En outre, un certain nombre de SNP ont recours à des systèmes de négociation; d'autres sont des marchés au fixage ou des marchés aux enchères.

3. L'émergence de marchés opaques

Les marchés opaques sont des marchés qui n'offrent aucune transparence avant les opérations. Bien que les marchés opaques électroniques soient nouveaux au Canada, les bassins de liquidité non transparents ne le sont pas. Le « marché interne » constituait un lieu d'appariement non transparent pour les titres inscrits. L'information concernant les ordres appariés était fournie uniquement après l'exécution des ordres à la bourse.

La structure des marchés opaques varie considérablement de l'un à l'autre. Les marchés opaques peuvent appairer des ordres de façon continue, fonctionner comme des

² Le communiqué de presse annonçant le projet de modification interdisant les « ordres éclairs » se trouve à l'adresse suivante : <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-201.htm>.

³ La négociation de blocs (qui s'entend de la négociation d'un bloc d'au moins 10 000 actions et d'au moins 100 000 \$) de titres de sociétés à forte capitalisation sur tous les marchés a accusé une baisse, passant de 39 % à 12 % de la valeur des titres de participation négociés de janvier 2004 à mars 2009. ITG Block Trading Report: Q1 2009 Update Figure 2.

⁴ Article 2, « Exécution d'une transaction organisée au préalable ou d'une application intentionnelle », de la politique 2.1, *Principes d'équité*, du paragraphe 2.1 des RUIIM.

⁵ MATCH Now est un SNP par lequel les ordres passent par le bassin de liquidité disponible pour voir si un appariement est possible avant d'atteindre un marché spécifique. Si un appariement est possible, les ordres sont exécutés et l'enchère débute. L'ordre actif est exécuté à 80 % du meilleur cours acheteur et vendeur national, ce qui améliore son prix d'exécution de 20 %.

⁶ Liquidnet Canada est un SNP qui reçoit des indications d'intérêt envoyées par des systèmes électroniques de gestion des ordres grâce auxquels les négociations commencent entre les investisseurs institutionnels.

⁷ Pure Trading est un système de CNSX Markets Inc. permettant la négociation de titres inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX.

marchés au fixage ou informer les participants dès que des appariements sont possibles, entamant ainsi un processus de négociation. Les premiers marchés opaques électroniques prenaient la forme de réseaux d'opérations croisées servant à l'exécution de volumineux blocs d'ordres institutionnels. Les marchés opaques attirent maintenant différents types d'ordres provenant de toutes sortes de participants, dont des fournisseurs de liquidité qui placent des ordres passifs ou répondent à des indications d'intérêt provenant des marchés opaques, et des mandataires dont les ordres « passent » par les marchés opaques avant d'atteindre les marchés aux enchères transparents. Au Canada, deux marchés opaques sont actuellement exploités : MATCH Now et Liquidnet⁸.

Les négociateurs ont généralement recours aux marchés opaques afin d'assurer l'anonymat et de réduire au minimum les coûts d'impact sur le marché. Ils peuvent aussi avoir recours à de tels marchés pour d'autres raisons, notamment la difficulté d'exécuter sur des marchés transparents des ordres visant des blocs importants de titres (en raison d'un manque de profondeur du registre), le souhait d'exercer un meilleur contrôle sur un ordre en particulier, la protection de l'information exclusive sur les opérations, la possibilité d'une amélioration des cours et la baisse éventuelle des frais de négociation. Les coûts d'impact sur le marché sont causés par l'exécution d'un ordre qui fait augmenter le cours d'un titre à un niveau supérieur au cours cible pour un ordre d'achat (ou qui le fait baisser à un niveau inférieur au cours cible pour un ordre de vente). Lorsqu'il y a une fuite d'information au sujet d'un ordre volumineux avant son exécution, les coûts d'impact sur le marché peuvent augmenter considérablement. Les marchés opaques peuvent réduire les risques de fuite d'information en éliminant les intermédiaires qui, auparavant, fournissaient de la liquidité sous forme de fonds propres ou rapprochaient les acheteurs et les vendeurs de titres à titre de mandataires.

Certains marchés opaques acceptent que de petits ordres qui étaient auparavant acheminés directement aux marchés transparents passent par leur bassin de liquidité, permettant ainsi à ces ordres d'être exécutés contre des ordres cachés du marché opaque et, en conséquence, d'avoir la possibilité d'être exécutés à un meilleur cours que le cours auquel ils auraient autrement été exécutés sur un marché transparent (à supposer que le marché transparent n'ait pas lui aussi de liquidité pleinement cachée). Dans tous les cas, la possibilité de diminuer les coûts d'impact sur le marché et d'exécuter un ordre à de meilleures conditions doit être comparée au coût d'opportunité pouvant être associé au fait d'avoir raté une occasion d'exécution sur un marché transparent.

4. Ordres invisibles

La multiplication des marchés au Canada a entraîné l'apparition de plusieurs nouveaux types d'ordres, dont les ordres invisibles, car les marchés ont tenté d'innover et de se distinguer. Les ordres invisibles peuvent être pleinement ou partiellement cachés.

Il y a quelques années, des marchés ont lancé les ordres en réserve (aussi appelés « ordres iceberg »), qui n'affichent qu'une partie de leur volume total à un cours auquel le participant est disposé à négocier. Les tranches d'ordres iceberg qui ne sont pas visibles ne peuvent être exécutées qu'au cours affiché. Lorsque la tranche visible de l'ordre est exécutée, le système de négociation génère automatiquement un autre ordre visible en puisant dans la tranche non visible et en la diminuant d'autant.

Certains des nouveaux types d'ordres qui ont été lancés sont des variantes de l'ordre iceberg. Par exemple, les ordres en réserve discrétionnaires permettent à l'utilisateur de préciser un autre cours ou une autre fourchette de cours pour l'exécution de la tranche non visible d'un ordre. En outre, les marchés ont lancé les ordres pleinement cachés, pour lesquels ni la taille ni le cours ne sont indiqués et qui ne sont dévoilés qu'après leur exécution, soit au moment où l'information concernant l'opération est diffusée. Au Canada, les ordres cachés doivent avoir une certaine taille minimale⁹. Parmi les sept marchés

⁸ Un troisième marché opaque, BlockBook, a été exploité d'août 2005 à février 2009.

⁹ Aux termes du paragraphe 6.3 des RUM, *Diffusion des ordres clients*, un ordre visant au plus 50 unités de négociation doit être immédiatement saisi sur un marché transparent, sauf dans les cas d'exception suivants :

a) le client a donné des instructions différentes;

transparents actuellement exploités au Canada, six acceptent les ordres iceberg, un accepte les ordres en réserve discrétionnaires et un accepte les ordres pleinement cachés¹⁰.

Comme ils n'indiquent pas le cours et/ou le volume, ces types d'ordres invisibles peuvent réduire au minimum les coûts d'impact sur le marché en limitant la capacité des autres participants à repérer et à négocier des ordres avant l'exécution d'ordres potentiellement volumineux qui sont pleinement ou partiellement cachés. Nous remarquons que, dans le registre des ordres d'un marché, les ordres invisibles perdent leur priorité temporelle au profit des ordres visibles dont le cours est identique. Pour ce qui est des ordres iceberg et des ordres en réserve discrétionnaires, tout nouvel ordre visible généré est traité comme s'il s'agissait d'un ordre nouvellement saisi et perd la priorité temporelle à l'ordre initial.

5. Ordres liés au marché

Les marchés ont également lancé les ordres liés au marché (aussi appelés « ordres au cours de référence »), dont le cours est fixé ou rajusté par rapport à un cours de référence, par exemple le meilleur cours acheteur (ou vendeur) national ou le meilleur cours acheteur (ou vendeur) sur le marché. Les ordres liés au marché de référence sont un exemple d'ordre lié au marché. Un ordre lié au marché de référence est un ordre visible dont le cours est automatiquement fixé (puis rajusté ultérieurement au besoin) pour correspondre soit au meilleur cours acheteur, dans le cas d'un ordre d'achat, soit au meilleur cours vendeur, dans le cas d'un ordre de vente.

Quoique relativement nouveau au Canada, ce type d'ordres existe depuis plus de dix ans aux États-Unis¹¹. Les négociateurs canadiens font appel à une stratégie identique à celle des ordres liés au marché depuis quelque temps déjà. Initialement, afin d'exécuter des ordres contre les ordres entrants négociables, les courtiers devaient annuler et ressaisir manuellement les ordres pour rajuster les cours périmés de manière à ce que ceux-ci correspondent au meilleur cours acheteur ou vendeur. Cette stratégie a été automatisée grâce aux progrès de la négociation électronique, qui permet aux algorithmes de réagir et de s'ajuster à l'évolution du meilleur cours acheteur et vendeur national.

Les marchés ont lancé d'autres types d'ordres liés au marché, dont les ordres liés au marché qui sont pleinement cachés et les ordres liés au marché qui utilisent comme cours de référence un cours supérieur ou inférieur au meilleur cours acheteur et vendeur national, ou ceux qui peuvent être exécutés au point médian du meilleur cours acheteur et vendeur national. Le présent document traite uniquement des ordres liés au marché de référence.

6. Mécanismes d'acheminement des ordres intelligents

La quête d'une exécution optimale dans un environnement à marchés multiples et la nécessité de disposer d'un outil facilitant le respect des obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours ont mené à la mise au point de mécanismes

-
- b) l'ordre est immédiatement exécuté à un meilleur cours;
 - c) l'ordre est retourné aux fins de la confirmation des conditions de l'ordre;
 - d) l'ordre est conservé en attendant l'obtention d'une confirmation selon laquelle celui-ci respecte les exigences applicables en matière de valeurs mobilières;
 - e) il est établi que, en fonction des conditions du marché, la saisie de l'ordre ne serait pas dans l'intérêt du client;
 - f) la valeur de l'ordre est supérieure à 100 000 \$;
 - g) l'ordre fait partie d'une transaction qui doit être effectuée conformément au paragraphe 6.4 des RUIM autrement qu'au moyen de sa saisie sur un marché;
 - h) le client a demandé ou a consenti à ce que l'ordre soit saisi sur un marché sous l'une des formes suivantes : un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre assorti de conditions particulières, un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, un ordre au dernier cours, un ordre de base ou un ordre au cours de clôture.

¹⁰ On trouvera sur Internet une liste complète des ordres qui sont acceptés par chaque marché à l'adresse suivante : http://www.iiroc.ca/French/Documents/SumCompEquityMarkets_fr.pdf.

¹¹ Voir les mentions des ordres liés (*peg orders*) contenues dans les documents que la NASD a publiés sur l'OATS depuis 1998. *NASD Rulemaking: Various Commissions Online*. 6 mars 1998, <<http://sec.gov/rules/sro/nd9756o.htm>>.

d'acheminement des ordres intelligents et à leur utilisation par les courtiers et les marchés. Un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent est un outil technologique qui relie des marchés multiples, consolide et analyse les données sur les ordres placés sur ces marchés. Le mécanisme d'acheminement des ordres intelligent prend alors des décisions d'acheminement en vue de réaliser la meilleure exécution possible ou d'obtenir le meilleur cours possible, ou de réaliser la stratégie d'exécution établie par l'utilisateur.

Même si, pour un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent, la seule limite à la prise de décisions en matière d'acheminement des ordres est le programme qui le dirige, jusqu'à maintenant au Canada, l'acheminement des ordres s'est fait suivant deux modes distincts, à savoir : l'acheminement en série (ou itératif) et l'acheminement en parallèle (ou par éparpillement). Un mécanisme d'acheminement en série transmet intégralement l'ordre au marché qui affiche le meilleur cours acheteur ou vendeur. Toute tranche de l'ordre qui n'est pas exécutée à ce cours est retransmise par le mécanisme d'acheminement des ordres intelligent comme un nouvel ordre complet, jusqu'à ce que l'ordre initial ait été exécuté intégralement. Un mécanisme d'acheminement en parallèle a la faculté de décider d'acheminer simultanément à plusieurs marchés un ordre unique qu'il aura scindé en de multiples petits ordres. Il peut aussi décider d'acheminer à un même marché un ordre volumineux qu'il aura scindé en petits ordres dotés de cours différents, qui garantissent une interaction avec tous les ordres visibles.

III. LES CARACTÉRISTIQUES D'UN MARCHÉ EFFICIENT ET EFFICACE

Même si les textes sur les SNP sont en vigueur depuis 2001, la structure des marchés n'a connu des changements importants que récemment. Selon les ACVM et l'OCRCVM, on doit évaluer les changements au sein du marché canadien en tenant compte des caractéristiques importantes des marchés et de leur incidence sur le marché. Les caractéristiques d'un marché efficient et efficace¹² qui sont pertinentes pour notre exposé sont la liquidité, la transparence, la formation des cours, l'équité et l'intégrité du marché.

1. Liquidité du marché

La liquidité peut être définie comme la capacité du marché à absorber les ordres d'achat et de vente des clients sur le titre donné au dernier cours vendeur ou à un cours s'y rapprochant. Plus les ordres et les actions disponibles à un cours donné sont nombreux, plus le marché est liquide. Certaines caractéristiques propres à la liquidité sont la profondeur et l'ampleur du marché ainsi que la résilience. La profondeur du marché s'entend du nombre d'ordres dotés de cours différents qui sont inscrits dans le registre des ordres. L'ampleur du marché s'entend du nombre d'actions dont des investisseurs veulent faire l'achat à un cours donné et de la capacité d'absorption d'un ordre entrant volumineux. La résilience est la capacité du marché à attirer des ordres de sens inverse assez rapidement en cas de déséquilibre entre les ordres d'achat et les ordres de vente¹³. Le nombre d'opérations exécutées sur le marché constitue un autre aspect important de l'évaluation de la liquidité.

2. Visibilité et transparence

La transparence renvoie à la mesure dans laquelle l'information concernant les ordres et les opérations est diffusée en temps réel au public¹⁴. Au Canada, les marchés qui affichent des ordres portant sur des titres cotés doivent respecter les règles relatives à la

¹² Dans le rapport de son comité spécial sur la fragmentation du marché établi en 1997, *Responding to the Challenge*, la Bourse de Toronto mentionne une série de caractéristiques constituant l'essence d'un marché efficient. Les ACVM ont ensuite mentionné ces caractéristiques dans le document d'information intitulé *Réglementation des systèmes de négociation alternatifs au Canada*, publié le 27 août 1999 au bulletin de la CVMQ, Vol. XXX n° 34, dans le cadre du projet initial de textes sur les SNP.

¹³ *Ibid.*, p. 17-18.

¹⁴ Selon la partie 7 du Règlement 21-101, les ordres doivent être communiqués et, selon le paragraphe 2 de l'article 9.1 de l'Instruction générale 21-101, le marché qui affiche des ordres doit fournir à une agence de traitement de l'information toute l'information utile concernant les ordres et les opérations, notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de l'ordre ou de l'opération.

transparence avant les opérations¹⁵. Les marchés sont en tout temps assujettis aux règles relatives à la transparence après les opérations. L'information concernant les ordres et les opérations doit être fournie à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information¹⁶. À l'heure actuelle au Canada, TSX Inc. est l'agence de traitement de l'information pour les titres de participation.

3. Formation des cours

La formation des cours s'entend du processus au cours duquel est établi le prix d'exécution d'une opération. L'établissement de la juste valeur marchande d'un titre repose sur deux sources : l'offre et la demande, qui indiquent la volonté d'un participant d'effectuer une opération sur le titre à un cours donné, et l'information sur les opérations qui ont réellement été effectuées.

Si l'information concernant les prix n'est pas transparente pour les participants ou si cette information est inégale ou incomplète, les participants ne peuvent pas prendre des décisions éclairées. En outre, l'incapacité des participants d'accéder aux marchés où un titre est négocié pourrait les dissuader de prendre part aux marchés ou d'effectuer des opérations sur le titre, ou pourrait réduire l'efficacité du processus de formation des cours.

4. Équité

L'équité s'entend à la fois de l'impression et du fait que tous les participants sont assujettis aux mêmes règles et conditions et qu'aucun participant ou groupe de participants n'est indûment avantagé ou désavantagé. L'« équité » d'un marché peut se rapporter à l'équité de l'accès à un marché donné ou au marché dans son ensemble, à l'équité de l'accès à l'information sur les opérations ou à l'équité du traitement des ordres à cours limité. Par exemple, on pourrait considérer qu'il est inéquitable que tous les participants ne puissent accéder à un marché donné ou ne puissent voir l'information concernant les ordres ou les opérations exécutés sur un marché. Toute impression d'iniquité à l'égard du traitement des ordres à cours limité pourrait avoir une incidence sur la volonté d'un investisseur de contribuer au processus de formation des cours sur le marché concerné.

5. Intégrité du marché

L'intégrité du marché est le degré de confiance générale des investisseurs et du public envers le marché dans son ensemble ou un marché en particulier. Cette confiance est étroitement liée au sentiment d'équité des investisseurs¹⁷. Le cadre réglementaire et l'efficacité de la réglementation à laquelle sont assujettis le marché et les participants au marché contribuent également à l'établissement du degré de confiance envers un marché.

IV. QUESTIONS PRÉCISES À L'ÉTUDE

1. Marchés opaques

L'émergence des marchés opaques électroniques a incité les organismes de réglementation à examiner les questions relatives à l'efficacité et à l'efficacité du marché, notamment le manque de transparence ou de visibilité de l'information avant les opérations, l'incidence éventuelle sur la formation des cours, l'incidence sur l'équité de l'accès à mesure que la part de marché des marchés opaques s'accroît et le risque de fuite d'information. Pour les partisans des marchés opaques, les préoccupations à l'égard de ces marchés sont contrebalancées par l'accroissement de la liquidité du marché dans son ensemble.

¹⁵ Ces règles ne s'appliquent pas si le marché n'affiche l'information sur les ordres qu'à l'intention de ses salariés ou de personnes physiques ou morales dont les services ont été retenus par le marché pour aider au fonctionnement de ce marché (paragraphe 2 de l'article 7.1 du Règlement 21-101).

¹⁶ Partie 7 du Règlement 21-101.

¹⁷ Rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto sur la fragmentation du marché, *Responding to the Challenge*, p. 25.

i) Transparence et formation des cours

Le manque de transparence avant les opérations fournies par les marchés opaques limite la disponibilité de l'information concernant la profondeur et l'ampleur du marché, ce qui en a poussé plusieurs à se demander si l'existence des marchés opaques menaçait l'efficacité du processus de formation des cours. Ces intervenants estiment également qu'une telle menace pourrait s'intensifier à mesure que les marchés opaques gagnent en popularité et qu'un nombre inférieur d'ordres sont affichés à l'intention de l'ensemble des participants au marché, y compris les investisseurs.

D'autres intervenants sont plutôt d'avis que, même s'ils ne fournissent aucune transparence avant les opérations, les marchés opaques contribuent à la formation des cours puisqu'ils publient tous de l'information après les opérations¹⁸. Par ailleurs, les marchés opaques sont susceptibles de faire augmenter le flux d'ordres sur le marché puisque des ordres qui, auparavant, auraient été internalisés¹⁹ sont désormais acheminés aux marchés opaques, et que des participants au marché ont recours aux caractéristiques propres aux marchés opaques pour accroître leurs volumes d'opérations. Cette liquidité accrue contribue à sa manière à l'efficacité du marché en faisant réduire les frais liés aux opérations.

Les marchés opaques ont récemment été passés au crible dans d'autres territoires, en raison de leur manque de transparence. Aux États-Unis, la SEC a dit craindre que le manque de transparence après les opérations des marchés opaques fasse qu'il soit difficile, voire impossible, pour le public d'évaluer les opérations sur les marchés opaques et de repérer les marchés les plus actifs pour une action donnée²⁰. Cette difficulté vient du fait que, même si les opérations sur les marchés opaques sont indiquées sur le téléscript consolidé, il est impossible de savoir sur quel marché elles ont été effectuées étant donné que les opérations conclues sur les marchés opaques sont indiquées comme étant des opérations hors cote. En outre, il n'est pas obligatoire de déclarer les opérations uniquement sur une base appariée. En conséquence, les volumes peuvent être gonflés si les deux sens d'une opération, soit l'achat et la vente, sont comptées comme deux opérations distinctes (le « double comptage »).

Au Canada, il n'existe pas de situation de ce genre. En effet, aux termes du Règlement 21-101, les marchés opaques doivent tous fournir à l'agence de traitement de l'information pour les titres de participation, de l'information sur les opérations, y compris le volume total de l'opération. Au moment de la diffusion de l'information, l'agence de traitement de l'information est tenue d'indiquer sur quel marché l'opération a eu lieu. Ainsi, il est possible de connaître précisément la part de marché globale des marchés opaques et la part de marché du marché d'origine sur lequel les titres sont négociés.

ii) Liquidité

Certains intervenants font valoir que les marchés opaques augmentent la liquidité par la découverte d'ordres de grande taille. La découverte d'ordres de grande taille s'entend de la capacité d'un marché à repérer et à attirer des ordres volumineux, qui, à leur tour, augmentent sa liquidité. Selon ces intervenants, les marchés opaques augmentent la liquidité en offrant des avantages tels que l'anonymat et un faible impact sur le marché dans le but d'attirer des ordres volumineux de participants nouveaux et existants qui, autrement, n'auraient peut-être pas été affichés sur un marché transparent.

¹⁸ Selon l'article 7.2 du Règlement 21-101, un marché doit fournir à une agence de traitement de l'information, selon les exigences de celle-ci, de l'information exacte et à jour au sujet des opérations sur des titres cotés effectuées sur le marché. En l'absence d'agence de traitement de l'information, l'information doit être transmise à un fournisseur d'information.

¹⁹ Par « internalisation » on entend le processus au cours duquel les ordres sont appariés avant d'être acheminés au lieu de leur exécution.

²⁰ Schapiro, Mary L., allocution prononcée lors du dîner annuel de remise de prix de la New York Financial Writers' Association à New York (New York) le 18 juin 2009.

D'autres intervenants sont d'avis que, puisque les ordres saisis sur les marchés opaques doivent néanmoins être exécutés, que les marchés opaques existent ou non, en l'absence de marchés opaques, ces ordres devraient être exécutés plus souvent sur un marché transparent, ce qui permettrait à plus de participants d'y donner suite et diminuerait la fragmentation du marché. La fragmentation du marché peut faire augmenter les frais liés aux opérations pour tous les participants au marché en raison de la hausse potentielle de l'écart acheteur-vendeur et de la volatilité.

Toutefois, on peut également faire valoir que, même sans les marchés opaques, les ordres volumineux ne seraient pas nécessairement appariés sur le marché transparent, mais sur le marché interne exclusivement, comme c'était le cas avant la création des marchés opaques. Il n'est pas nécessairement possible de confirmer cet argument en invoquant la baisse du pourcentage d'opérations visant des blocs importants de titres qui s'est produite à la TSX. En effet, de janvier 2004 à avril 2009, la valeur des opérations sur des blocs de titres a diminué à la TSX, passant de 39 % à 12 % dans le cas des sociétés à forte capitalisation, de 41 % à 24 % dans le cas des sociétés à moyenne capitalisation et de 29 % à 10 %, dans le cas des sociétés à petite capitalisation²¹.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, les premiers marchés opaques facilitaient à l'origine l'exécution d'opérations visant des blocs importants de titres qui auraient eu un impact important sur le marché si elles avaient été exécutées sur un marché visible. De nos jours, non seulement les marchés opaques offrent-ils des moyens de trouver de la liquidité pour les ordres volumineux, mais ils sont devenus des lieux de négociation de rechange pour tous les types d'ordres et de nombreux types de participants²². Si, dans les faits, les marchés opaques attirent de nouveaux ordres grâce à la découverte d'ordres de grande taille, certains proposent de limiter l'utilisation de ces marchés aux ordres qui ont une certaine taille minimale, de manière à faciliter la découverte d'ordres de grande taille tout en limitant la fragmentation du marché.

Certains intervenants ne sont pas d'accord avec l'idée d'imposer une taille minimale aux ordres affichés sur les marchés opaques. Ils estiment que les marchés opaques offrent de multiples avantages à différents types de participants et ne devraient pas être offerts uniquement aux participants ayant des ordres volumineux. Les petits investisseurs qui placent des ordres de petite taille devraient pouvoir bénéficier d'une amélioration potentielle du cours en faisant passer leurs ordres par un marché opaque avant qu'ils atteignent un marché transparent. Les investisseurs institutionnels peuvent avoir recours tant aux caractéristiques des marchés opaques qu'à celles des marchés visibles pour réaliser la meilleure exécution possible d'ordres de différentes tailles. En outre, étant donné que les frais liés aux opérations sur un marché opaque peuvent être inférieurs aux frais liés aux opérations sur un marché transparent, les marchés opaques peuvent offrir à tous les utilisateurs une occasion de réaliser des économies.

iii) Équité

Certains marchés opaques restreignent leur accès à un nombre limité de participants (par exemple, des investisseurs institutionnels). Cette restriction pourrait être inéquitable si elle ne permet pas à tous les participants de placer des ordres contre tous les ordres disponibles et procure un avantage à certains participants. Ce problème pourrait s'aggraver à mesure qu'un SNP accroît sa part de marché. Des intervenants estiment cependant qu'en offrant l'accès à un groupe spécialisé de participants, on améliore le repérage et l'appariement des ordres naturels. En outre, une telle restriction réduit les possibilités d'exécution de transactions en avance sur le marché et favorise la meilleure exécution grâce

²¹ Note de bas de page 2, ci-dessus.

²² Par exemple, en juin 2009, le volume moyen d'une opération sur l'ensemble des marchés s'établissait à 792 actions, mais le volume moyen d'une opération sur les marchés opaques était très différent. Le volume moyen d'une opération effectuée sur Liquidnet, marché conçu de manière à accepter les blocs d'actions importants, s'est établi à 69 752 actions. Le volume moyen d'une opération sur MATCH Now, marché opaque offrant la possibilité d'une amélioration des cours pour les ordres qui sont acheminés à un marché visible, s'est établi à 355 actions.

à une diminution des frais et des coûts d'impact sur le marché et à une augmentation du flux d'ordres.

Dans certaines circonstances, les organismes de réglementation autorisent les marchés à limiter leur accès moyennant certaines conditions. Aux États-Unis, un marché sur lequel sont négociés 5 % des titres d'une société donné doit être ouvert à tous les participants. Au Canada, un marché ne peut imposer indûment à une personne physique ou morale une interdiction, une condition ou une limite réduisant ou bloquant l'accès à ses services²³. À mesure que les marchés opaques continuent d'accroître leur part de marché²⁴, on se questionne sur l'incidence qu'aura le fait que ces marchés limitent les opérations de certains participants ou inversement privilégient certaines opérations.

Une autre caractéristique du marché canadien pouvant susciter des préoccupations en matière d'équité est la direction préférentielle du flux d'ordres (application interne). Bien que la réglementation au Canada exige que les ordres au meilleur cours soient exécutés en premier (la « priorité du cours »), certains ordres peuvent être exécutés avant d'autres qui ont été affichés antérieurement au même cours lorsque les ordres des deux sens du marché sont saisis avec le même identifiant d'organisation participante ou d'adhérent. Certains intervenants sont d'avis que cette caractéristique est inéquitable étant donné qu'elle va à l'encontre de la stricte priorité temporelle et qu'elle avantage indûment certains participants. Ces intervenants font valoir par ailleurs que cette caractéristique crée des marchés opaques au sein d'un marché visible, car quelques participants (comme les employés et les clients du courtier) peuvent accéder avant les autres à certains bassins de liquidité.

D'autres intervenants estiment en revanche que, si ce n'était pas de la direction préférentielle du flux d'ordres, les courtiers importants trouveraient d'autres moyens d'internaliser leurs flux d'ordres. Par exemple, ils pourraient créer leurs propres marchés opaques, comme ce fut le cas aux États-Unis. Une telle situation pourrait réduire considérablement la liquidité sur les marchés visibles et nuire au processus de formation des cours, en particulier au Canada où une forte concentration de liquidité est contrôlée par un petit nombre de participants.

iv) Fuite d'information

Le concept initial de marché opaque consistait en un lieu de négociation ne fournissant absolument aucune transparence avant les opérations. Une nouvelle tendance est apparue alors que certains marchés opaques se sont mis à diffuser de l'information concernant les ordres sous la forme d'indications d'intérêt afin d'attirer des flux d'ordres,

Le marché transmet des indications d'intérêt afin de repérer d'autres indications d'intérêt; ce faisant, il informe d'autres marchés, mécanismes d'acheminement ou participants de l'existence dans son système d'un ordre visant un titre donné. L'information contenue dans les indications, à diffusion généralement limitée, peut porter notamment sur le symbole, le sens du marché, la taille réelle ou approximative de l'ordre ou le cours. Cette façon de faire soulève un certain nombre de questions, dont celles qui suivent :

- Les participants qui entrent des ordres sur les marchés opaques connaissent-ils l'existence de cette pratique et savent-ils que de l'information concernant leurs ordres est diffusée?
- À quel moment une indication d'intérêt comporte-t-elle assez d'information pour être considérée comme un « ordre » assujetti aux règles de transparence avant les opérations prévues par les textes sur les SNP?²⁵

²³ Articles 5.1 et 6.13 du Règlement 21-101.

²⁴ Environ 0,595 % des opérations au Canada sont exécutées sur des marchés opaques (selon le document de l'OCRCVM intitulé « Part du marché par bourse ou marché (quatre trimestres se terminant le 30 juin 2009) »).

²⁵ Voir la partie 7 du Règlement 21-101 au sujet des règles de transparence de l'information avant les opérations. L'article 1.1 du Règlement 21-101 définit un ordre comme étant une indication ferme, par une personne agissant à titre de contrepartiste ou de mandataire, qu'elle est disposée à acheter ou à vendre un titre.

La question de savoir si une indication d'intérêt comporte assez d'information pour être considérée comme un « ordre » se complique lorsque les indications d'intérêt transmises par des marchés opaques contiennent de l'information implicite sur les cours. À titre d'exemple, certaines indications d'intérêt contiennent de l'information indiquant au destinataire une intention ferme d'exécuter un ordre à un cours de référence, comme le meilleur cours acheteur national, le meilleur cours vendeur national ou le point médian du meilleur cours acheteur et vendeur national. On peut donc se demander si une « indication d'intérêt » comportant un cours implicite constitue une indication ferme, dans un sens ou dans l'autre, et devrait être traitée comme un ordre.

La communication d'information pourrait inciter les négociateurs à s'adonner à des manœuvres. Par exemple, un pupitre de négociation pourrait répondre à une indication d'intérêt au moyen d'ordres des deux sens du marché afin de rassembler de l'information lui permettant de savoir dans quel sens du marché se situe l'ordre invisible existant. Cette façon de procéder pourrait donner lieu à une fuite d'information, que des négociateurs pourraient utiliser pour exploiter un ordre et se positionner en avance sur celui-ci.

Les indications d'intérêt transmises par certains marchés en particulier peuvent contenir de l'information supplémentaire. Une indication d'intérêt transmise par un marché opaque qui permet uniquement la négociation d'ordres visant des blocs importants de titres ou auquel peuvent accéder uniquement des clients institutionnels importants peut indiquer l'existence d'un ordre visant un bloc de titres ou l'intérêt éventuel d'un client institutionnel important à l'égard d'un titre.

Chaque fois que les négociateurs s'adonnent au jeu ou qu'il y a fuite d'information, les avantages que procurent des marchés opaques peuvent être réduits si l'anonymat de l'utilisateur est compromis. Par conséquent, certains intervenants sont d'avis qu'il devrait être interdit aux marchés opaques de transmettre des indications d'intérêt ou qu'une telle pratique devrait faire l'objet de restrictions.

L'avantage pouvant découler de ces communications, notamment l'accroissement de la liquidité, pourrait dissiper les inquiétudes que soulève la pratique des marchés opaques de transmettre des indications d'intérêt. Les multiples marchés traditionnels et marchés opaques se livrent concurrence à l'égard des flux d'ordres, et il est essentiel qu'un marché soit en mesure d'attirer des ordres de sens inverse pouvant mener à l'exécution d'une opération. L'augmentation du risque qu'il se produise une fuite d'information ou que des négociateurs s'adonnent au jeu peut être contrebalancée par la faculté des marchés opaques de permettre à l'utilisateur de trouver de la liquidité rapidement et d'améliorer l'exécution de ses ordres, cette faculté étant renforcée à mesure que le nombre de marchés opaques augmente.

Une autre source de préoccupation réside dans le fait que les indications d'intérêt peuvent être transmises uniquement à certains marchés ou à certains participants. Des intervenants sont d'avis qu'un marché ou un adhérent devrait avoir la capacité de choisir les destinataires auxquels il transmet des indications d'intérêt sur une base préférentielle, alors que d'autres estiment que cela procurerait un avantage indu à certains participants, et donc que l'information devrait être accessible à tous les participants au marché.

Questions portant sur les marchés opaques

Question 1 : Même si, au Canada, la négociation sur les marchés opaques n'est pas très répandue, quelle est, à votre avis, l'incidence réelle ou potentielle de ces marchés sur les éléments suivants :

- a) **la taille des ordres;**
- b) **la formation des cours;**
- c) **la liquidité;**
- d) **la fragmentation du marché;**

- e) la stratégie de négociation;
- f) les instructions clients.

À votre avis, quelle sera l'incidence des marchés opaques advenant une croissance importante de leur part de marché au Canada?

Question 2 : À votre avis, est-ce que les ordres saisis sur les marchés opaques devraient satisfaire à des exigences minimales en matière de taille?

Question 3 : À votre avis, est-ce que les marchés opaques devraient avoir l'autorisation de transmettre des indications d'intérêt? Dans l'affirmative, quels renseignements devraient-ils pouvoir inclure dans leurs indications d'intérêt?

Question 4 : À votre avis, est-ce que les marchés opaques devraient avoir l'autorisation de choisir les destinataires aptes à recevoir des indications d'intérêt? Est-ce que cette autorisation devrait être étendue aux adhérents?

Question 5 : À votre avis, à quel moment une indication d'intérêt comporte-t-elle suffisamment de renseignements pour devoir être traitée comme un ordre assujéti aux obligations de transparence avant les opérations?

Question 6 : À votre avis, en ce qui concerne la transmission d'indications d'intérêt, quel genre de transparence les marchés opaques devraient-ils fournir à leurs adhérents?

Question 7 : En ce qui concerne les ordres, les marchés opaques devraient-ils être obligés de fournir une transparence complète ou partielle dès que la négociation a atteint un certain volume?

Question 8 : À votre avis, la pratique de la direction préférentielle du flux d'ordres est-elle équitable?

Question 9 : Y a-t-il d'autres questions portant sur les marchés opaques qui devraient être soulevées?

2. Nouveaux types d'ordres invisibles

Le lancement de certains nouveaux types d'ordres invisibles sur les marchés transparents a soulevé des préoccupations en ce qui concerne leur incidence éventuelle sur la formation des cours, l'équité de l'interaction avec les ordres visibles, et la liquidité. Les défenseurs des ordres invisibles font valoir que ces types d'ordres accroissent la liquidité, permettent à tous les participants d'avoir accès à des ordres qui auraient été autrement retenus par un courtier et qui auraient dû être exécutés à l'interne, et peuvent offrir une meilleure exécution que ce à quoi on est en droit de s'attendre pour des ordres entrants. Ces avantages pourraient neutraliser tous les effets néfastes que les ordres invisibles ont sur le marché.

Des chercheurs ont mené des études empiriques sur l'impact des ordres cachés ou des ordres iceberg. Dans une étude portant sur les effets des décisions de la TSX d'abolir les ordres à cours limité cachés en 1996 puis de les réintroduire en 2002, Anand et Weaver ont conclu que l'une ou l'autre décision n'avait eu aucun effet sur la profondeur du marché des titres cotés, ce qui laisse croire que la tranche cachée des ordres constitue un bassin de liquidité qui, autrement, demeurerait invisible. Les chercheurs ont constaté que, lorsque les ordres iceberg ont été réintroduits, la profondeur du marché aux meilleurs cours avait augmenté dans l'ensemble. Dans les deux cas, le volume n'a pas changé, pas plus que l'utilisation des ordres à cours limité visibles. Selon les chercheurs, on peut en déduire que

les négociateurs qui doivent publier leurs ordres optent pour les ordres au mieux plutôt que pour la sortie du marché²⁶.

i) Transparence et formation des cours

Les différents types d'ordres invisibles ont divers effets sur la formation des cours. Les opérations qui résultent de l'exécution d'ordres invisible²⁷ assurent la transparence après les opérations; les ordres iceberg et les ordres en réserve discrétionnaires procurent aussi, avant les opérations, une certaine transparence quant au cours et à une partie du volume.

Les ordres iceberg sont offerts depuis un certain nombre d'années par les bourses. Toutefois, les modifications apportées récemment à ce type d'ordres ont suscité des questions et des préoccupations. Dans le cas des ordres en réserve discrétionnaires, un cours ou une fourchette de cours discrétionnaire est attribué à la tranche non visible de l'ordre, de sorte que l'ordre comporte deux cours : un pour la tranche visible et un autre pour la tranche non visible. D'aucuns sont d'avis que la transparence que la tranche visible des ordres en réserve discrétionnaires procure avant les opérations est trompeuse, car elle ne représente pas réellement l'offre et la demande du titre. Étant donné que la tranche non visible de l'ordre est souvent beaucoup plus importante que la tranche visible, l'information affichée au sujet de l'ordre peut donner une fausse impression quant au cours que le participant est disposé à payer. Par conséquent, certains intervenants estiment que ces types d'ordres devraient être interdits.

D'autres soutiennent en revanche que, comme dans le cas des marchés opaques, tout effet néfaste des ordres invisibles est compensé par une plus grande liquidité et par l'exécution, sur le marché visible, d'ordres qui auraient autrement été appariés sur le « marché interne ». Il en résulte pour tous les participants un accroissement du bassin de liquidité. Ces défenseurs font valoir que l'existence des ordres cachés sur les marchés transparents constitue une incitation supplémentaire à réduire les écarts et pousse les participants à afficher leur meilleur cours « authentique » (afin de resserrer l'écart pour que l'ordre caché ne soit pas exécuté avant les leurs). La réduction des écarts, à son tour, entraîne une diminution de la volatilité et favorise la formation des cours.

ii) Liquidité

Les tenants des ordres invisibles soutiennent que les investisseurs institutionnels exécutent une plus grande partie de leurs ordres visant des blocs importants de titres sur les marchés qui permettent l'exécution de ces types d'ordres. Si tel est le cas, les ordres invisibles ont l'avantage non seulement de favoriser la découverte d'ordres de grande taille, mais également d'accroître la liquidité, en plus de donner aux participants l'occasion d'interagir avec des ordres auxquels ils n'auraient jamais eu accès si ces derniers avaient été appariés sur le marché interne. En ouvrant le marché visible à des ordres qui auraient autrement été appariés sur le marché interne ou sur un marché opaque électronique, on peut accroître la liquidité du marché visible. Cette liquidité accrue peut donner lieu à de meilleures exécutions pour les investisseurs et à la réduction des coûts liés aux opérations.

D'autres intervenants sont d'avis que cet argument ne s'applique pas aux ordres pleinement cachés étant donné que ce sont habituellement des ordres de petite taille. Les négociateurs risquent de profiter de ce type d'ordres pour exécuter des opérations de petite taille sur les marchés opaques et en tirer des avantages par rapport aux ordres à cours limité visibles, car ils obtiennent la formation du cours d'un ordre visible sans y avoir contribué. En Europe, la Directive concernant les marchés d'instruments financiers (la « directive MIF ») prévoit une dispense des règles sur la transparence avant les opérations pour les ordres cachés uniquement lorsque ceux-ci respectent un certain seuil de volume minimal²⁸. Nous faisons remarquer qu'il existe trois autres dispenses qui pourraient permettre de saisir

²⁶ Anand, A. et G. Weaver (2004), « Can order exposure be mandated? », *Journal of Financial Markets*, 7, p. 405 à 426.

²⁷ Voir la partie 2 pour la description de ces types d'ordres.

²⁸ La définition des ordres de taille élevée est présentée au tableau 2 de l'annexe II de la Directive MIF.

des ordres invisibles de petite taille sans respecter les règles de transparence avant les opérations. Comme il est indiqué ci-dessus, au Canada, aux termes du paragraphe 6.3 des RUIIM, *Diffusion des ordres clients*, les ordres clients visant au plus 50 unités de négociation standard doivent être immédiatement saisis comme ordres visibles sur un marché transparent, à moins que le client n'ait donné son consentement exprès pour chaque ordre ou qu'une autre dispense des exigences sur la diffusion des ordres clients ne s'applique.

iii) Équité

Ces derniers temps, certains intervenants se sont dits préoccupés par le fait qu'il était inéquitable, pour ceux dont les ordres à cours limité visibles sont en attente, de permettre l'interaction d'ordres en réserve discrétionnaires ou d'ordres pleinement cachés avec des ordres visibles. En effet, les ordres en réserve discrétionnaires ou les ordres pleinement cachés peuvent se positionner de manière à être exécutés avant les ordres à cours limité visibles, malgré que tout le risque repose sur ces derniers du fait qu'ils établissent les meilleurs cours acheteurs et vendeurs. Divers scénarios ont été évoqués pour illustrer ce propos.

- Si le cours discrétionnaire de la tranche non visible d'un ordre en réserve discrétionnaire est plus élevé que celui de la tranche visible (dans le cas d'un ordre d'achat), l'exécution de cet ordre peut avoir préséance sur l'exécution de l'ordre au meilleur cours acheteur visible affiché. Certains intervenants sont d'avis que l'ordre en réserve discrétionnaire peut alors être avantagé par rapport à l'ordre visible mais ne contribue pas de façon équitable à la formation des cours. Cet effet s'accroît lorsque la tranche visible de l'ordre est dotée d'un cours bien en deçà du marché. La tranche non visible peut être exécutée contre les ordres entrants qui sont normalement exécutés contre l'ordre au meilleur cours acheteur visible affiché, alors qu'il est presque impossible que la tranche visible de l'ordre en réserve discrétionnaire soit exécutée.

- Dans le cas d'un ordre pleinement caché, l'exécution peut avoir préséance sur l'exécution de l'ordre au meilleurs cours acheteur ou vendeur chaque fois que l'écart est plus grand que l'échelon de cotation minimal. Une telle situation empêche le participant de saisir l'ordre visible et d'y répondre, et peut alimenter l'impression selon laquelle les ordres à cours limité visibles qui établissent le meilleur cours acheteur ou vendeur sont traités de façon inéquitable.

En outre, certains intervenants soutiennent que, compte tenu de l'incidence défavorable éventuelle de l'impression d'iniquité sur le marché canadien, l'existence des ordres invisibles pourrait décourager les participants, aussi bien les petits investisseurs que les fournisseurs de liquidité électroniques, d'afficher des ordres à cours limité visibles, ce qui pourrait avoir pour effet de réduire la liquidité du marché canadien.

D'autres intervenants font valoir que les ordres en réserve discrétionnaires et les ordres pleinement cachés sont négociés sur de nombreux marchés partout dans le monde, notamment aux États-Unis et en Europe. Ils sont d'avis qu'il ne faut pas accorder tant d'importance à la question d'iniquité puisque les ordres visibles ont priorité dans le temps par rapport aux ordres cachés et aux tranches cachées des ordres en réserve et des ordres en réserve discrétionnaires au même cours sur le même marché. La possibilité que de tels ordres soient exécutés avant un ordre visible est contrebalancée par la possibilité de rater une occasion d'opération.

Au Canada, il existe un certain nombre d'autres facteurs qui peuvent entrer dans la décision d'utiliser les ordres invisibles. En premier lieu, l'OCRCVM a adopté la désignation de « contournement » grâce à laquelle les ordres du même nom sont autorisés à contourner la liquidité cachée dans certaines circonstances²⁹. En second lieu, il a été question que seuls les ordres visibles soient protégés aux termes du régime de protection contre les transactions hors cours proposé par les ACVM. Par conséquent, les ordres non

²⁹ OCRCVM – Avis relatif à l'intégrité du marché n° 2008-008 – *Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »*.

visibles dotés d'un meilleur cours que les ordres visibles pourraient ne pas être exécutés puisque ceux-ci seraient exécutés en premier.

Questions portant sur les ordres invisibles

Question 10 : Quelle est, à votre avis, l'incidence réelle ou potentielle des ordres invisibles sur les éléments suivants :

- a) la formation des cours;
- b) la liquidité;
- c) les instructions des clients sur l'exécution des ordres;
- d) la stratégie de négociation.

Question 11 : Veuillez nous faire part de vos commentaires au sujet de l'incidence éventuelle de l'interaction des ordres invisibles avec les ordres à cours limité visibles sur l'équité et la formation des cours.

Question 12 : Certains ordres invisibles devraient-ils être assujettis à des exigences minimales en matière de taille? Dans l'affirmative, justifiez votre réponse.

Question 13 : Un marché transparent devrait-il permettre de placer des ordres pleinement cachés dotés de cours situés à l'intérieur de l'écart courant (ou devrait-on à tout le moins obliger l'affichage d'une tranche de l'ordre, ce qui permettrait de réduire l'écart)?

Question 14 : Devrait-on obliger les marchés à donner la priorité aux ordres visibles par rapport aux ordres invisibles dotés de cours identiques?

Question 15 : Y a-t-il d'autres questions portant sur les ordres invisibles qui devraient être soulevées?

3. Ordres liés au marché

Les marchés ont lancé d'autres types d'ordres, à savoir les ordres au cours de référence (aussi appelés « ordres liés au marché »)³⁰. Certains intervenants s'inquiètent de l'introduction de l'un de ces types d'ordres, soit les ordres liés au marché de référence. D'autres affirment³¹ que ces ordres, lorsqu'ils sont offerts par un marché, sont inéquitables et anticoncurrentiels et qu'ils peuvent avoir une incidence défavorable sur la formation des cours et sur le marché dans son ensemble. D'autres intervenants soutiennent en revanche que les ordres liés au marché de référence, lorsqu'ils sont offerts par un marché, accroissent l'efficacité du marché et la liquidité et contribuent à l'obtention de la meilleure exécution.

i) Formation des cours, équité et liquidité

Les opposants aux ordres liés au marché de référence font valoir que ce type d'ordres peut « [Traduction] compromettre considérablement les principes fondamentaux de la formation des cours et de la liquidité³² ». Ils sont d'avis que les personnes qui affichent des ordres liés au marché de référence profitent impunément de la contribution de ceux qui ont affiché des ordres à cours limité visibles sur le marché et qu'il est inéquitable

³⁰ Les ordres liés au marché peuvent être visibles ou cachés. De plus, le cours de référence auquel l'ordre est lié peut être le meilleur cours acheteur national, le meilleur cours vendeur national, le point médian du meilleur cours acheteur et vendeur national ou un pourcentage de l'écart du meilleur cours acheteur et vendeur national. Il est question, dans le présent document, des ordres liés au marché de référence. Il s'agit d'ordres au cours de référence dont le cours est automatiquement fixé, puis rajusté ultérieurement au besoin, pour correspondre soit au cours acheteur de référence, dans le cas d'un ordre d'achat, soit au cours vendeur de référence, dans le cas d'un ordre de vente.

³¹ Commentaire de Jeffrey MacIntosh, intitulé « Pegged Orders: An Unfair Trade », paru dans le *National Post* le 12 janvier 2009.

³² *Ibid.*

qu'un ordre lié au marché de référence puisse être exécuté avant l'ordre établissant le meilleur cours acheteur ou vendeur. Selon eux, l'ordre à cours limité doté d'un cours identique à un ordre lié au marché de référence devrait être exécuté en priorité, sans quoi l'investisseur n'aurait aucun avantage à afficher l'ordre à cours limité (c.-à-d. l'exécution ou un crédit-rabais), ce qui risque de décourager l'apport de liquidité sur le marché. Les participants ne sont pas non plus encouragés à contribuer au processus de formation des cours en affichant des ordres à cours limité visibles puisque leurs ordres pourraient ne pas être exécutés en priorité. Les opposants sont d'avis que, pour éviter de tels facteurs de découragement, si aucune priorité temporelle d'exécution n'est imposée sur tous les marchés (ce qui serait impossible à mettre en œuvre en raison des différences entre les taux de latence des divers marchés), ces types d'ordres ne devraient pas être autorisés.

Pour leur part, les tenants des ordres liés au marché de référence estiment que ceux-ci contribuent à la formation des cours au moins des trois façons suivantes :

- ils réduisent le risque de d'erreurs d'évaluation³³;
- ils contribuent à la formation d'un cours reflétant plus fidèlement la juste valeur marchande du titre étant donné qu'ils génèrent de la liquidité à des cours déterminés;
- lorsqu'ils sont exécutés, l'information concernant l'opération est affichée, ce qui contribue au processus de formation des cours.

En outre, les tenants de ces ordres font valoir que les révisions automatiques des prix des ordres à cours limité liés au marché de référence qui sont affichées sur le marché reproduisent les mises à jour effectuées au moyen d'algorithmes utilisés par les courtiers et les clients³⁴. En plus de contribuer à la liquidité, l'automatisation des ordres liés au marché de référence qui sont offerts sur le marché accroît l'efficacité du marché en réduisant le trafic de messages que génère l'exécution de cette stratégie par les courtiers ou les clients. Le trafic de messages a continué de croître à un rythme soutenu et tout indique que cette tendance se maintiendra. Par conséquent, la part de la réduction du trafic de messages engendrée par les ordres liés au marché de référence et d'autres types d'ordres au cours de référence pourrait devenir de plus en plus importante.

Enfin, les tenants des ordres liés au marché de référence soutiennent que, dans un contexte de marchés concurrentiels, aucune priorité temporelle ne peut ni ne devrait prévaloir. La réglementation prévoit qu'un ordre au meilleur cours doit être exécuté avant tout autre ordre (conformément à l'obligation d'exécution au meilleur cours ou à l'interdiction de transaction hors cours), mais elle n'exige pas que des ordres visibles dotés de cours identiques soient exécutés suivant l'ordre d'affichage. Lorsque sont affichés à de nombreux endroits de multiples ordres dotés de cours identiques, les participants choisissent – et devraient choisir – le lieu d'exécution en fonction de critères relatifs à la meilleure exécution, notamment les frais d'exécution exigés par le marché, la rapidité et la fonctionnalité du système de négociation du marché, ainsi que la fiabilité du marché.

Questions portant sur les ordres liés au marché

Question 16 : Quelle est, à votre avis, l'incidence réelle ou potentielle des ordres liés au marché sur les éléments suivants :

- a) la formation des cours;
- b) l'équité.

Question 17 : Bien que le présent document n'aborde pas expressément les ordres au cours de référence qui sont exécutés au point médian du meilleur cours acheteur et

³³ « [Traduction] Risque d'erreur d'évaluation : à la suite d'un changement dans l'évaluation du public (p. ex. une nouvelle rendue publique), un ordre à cours limité peut être exécuté à un cours limité erroné, car les courtiers qui exécutent de tels ordres agissent généralement hors bourse et ne surveillent pas constamment la situation du marché. » Brown, David P. et Craig W. Holden (2005), *Pegged Limit Orders*, document de travail, University of Wisconsin.

³⁴ Commentaire paru dans le *National Post*, *op. cit.*

vendeur national, devrait-on, à votre avis, autoriser l'exécution des ordres liés au marché à des cours inaccessibles aux ordres transparents (par exemple, à un cours se trouvant entre le cours acheteur et le cours vendeur lorsque l'écart est d'un seul échelon de cotation)³⁵?

Question 18 : Bien que le présent document ne les aborde pas expressément, les ordres au cours de référence pleinement cachés soulèvent-ils, à votre avis, des questions?

Question 19 : Y a-t-il d'autres questions portant sur les ordres liés au marché qui devraient être soulevées?

4. Mécanismes d'acheminement des ordres intelligents et liquidité invisible

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les participants au marché canadien (en particulier les courtiers, les marchés et les fournisseurs indépendants) ont mis au point des mécanismes d'acheminement des ordres intelligents par suite de l'avènement de multiples marchés, notamment des marchés opaques. En règle générale, la découverte de liquidité invisible par un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent sur un marché par ailleurs transparent est accidentelle. Lorsque le mécanisme d'acheminement des ordres intelligent achemine un ordre sur un marché donné pour qu'il soit exécuté contre des ordres visibles, il peut l'exécuter contre un ordre iceberg ou un ordre caché, les ordres visibles étant toutefois exécutés en premier à un cours déterminé.

Nous avons été témoins de l'évolution des mécanismes d'acheminement des ordres intelligents et de leur technologie. Un marché a notamment introduit un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent qui tient compte des ordres cachés placés sur ce marché, qu'il s'agisse d'ordres en réserve, d'ordres en réserve discrétionnaires ou d'ordres pleinement cachés, lorsqu'il prend des décisions d'acheminement.

La possibilité de détecter la liquidité cachée sur un marché comporte plusieurs avantages potentiels, à savoir :

- une meilleure exécution de l'ordre actif acheminé par le mécanisme d'acheminement des ordres intelligent contre la liquidité invisible;
- la réduction des incidences de marchés croisés.

Certains intervenants considèrent qu'il s'agit-là d'un avantage concurrentiel dont le marché et ses participants devraient pouvoir profiter.

D'autres estiment toutefois que l'accès à cette information est inéquitable pour les raisons suivantes :

- l'information n'est fournie à aucun autre mécanisme d'acheminement ou participant au marché;
- cela pourrait entraîner l'exécution préétablie des ordres invisibles avant celle des ordres visibles dotés de cours identiques.

Par ailleurs, malgré l'existence des ordres de contournement, qui sont autorisés à ne pas interagir avec les ordres cachés, et malgré le manque de protection que le régime de protection des ordres proposé prévoit pour la liquidité cachée, le fait que les mécanismes d'acheminement des ordres intelligents tiennent compte de la liquidité cachée lorsqu'ils prennent des décisions d'acheminement pourrait favoriser l'utilisation de la liquidité cachée sur le marché.

On s'interroge également pour savoir si les participants qui introduisent la liquidité cachée savent que cette information « fuit ». Enfin, il se peut que la liquidité cachée, lorsqu'elle est détectée par un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent, soit

³⁵ Voir la note 30 pour la description des ordres fixes au point médian.

« affichée » aux termes de la partie 7 des textes sur les SNP et devienne alors soumise aux règles relatives à la transparence avant les opérations.

Le fait qu'un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent puisse tenir compte des ordres cachés placés sur un marché soulève un autre problème d'équité, car certains mécanismes d'acheminement des ordres intelligents sont dotés d'une technologie leur permettant de créer des bases de données dans lesquelles ils consignent tous les ordres envoyés par leur intermédiaire et d'utiliser ensuite cette information lorsqu'ils prennent des décisions d'acheminement. Les utilisateurs de tels mécanismes d'acheminement des ordres intelligents peuvent alors détecter les ordres qui sont invisibles pour les autres participants au marché et exécuter leurs ordres contre ces ordres invisibles, ce qui pourrait ne pas être équitable pour les personnes utilisant des mécanismes d'acheminement des ordres intelligents qui ne sont pas dotés d'une telle technologie.

Questions portant sur les mécanismes d'acheminement des ordres intelligents

Question 20 : Que pensez-vous du fait qu'un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent puisse tenir compte des ordres cachés placés sur un marché lorsqu'il prend des décisions d'acheminement? Est-ce opportun? Devrait-on exiger que l'information soit fournie aux autres participants? Le mécanisme d'acheminement des ordres intelligent d'un marché devrait-il être autorisé à tenir compte de la liquidité cachée seulement après que tous les ordres visibles dotés de cours identiques sur tous les marchés ont été exécutés?

Question 21 : Est-ce que la capacité d'un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent de tenir compte des ordres cachés placés sur un marché constitue une forme d'internalisation des flux d'ordres? Quelles sont les similitudes et les différences entre cette forme d'internalisation et l'internalisation des ordres par un courtier?

Question 22 : De façon générale, quel est votre point de vue sur l'internalisation des ordres?

Question 23 : Que pensez-vous de la création de bases de données sur les ordres envoyés par les mécanismes d'acheminement des ordres intelligents?

Question 24 : Y a-t-il d'autres questions portant sur les mécanismes d'acheminement des ordres intelligents et leur l'utilisation de la liquidité cachée dans leur processus de prise de décisions qui devraient être soulevées?

Autres questions

Question 25 : Y a-t-il d'autres questions qui n'ont pas été abordées dans le présent document mais qui devraient l'être dans le cadre de la table ronde qui sera organisée à la suite de la publication?

Question 26 : À votre avis, l'incidence potentielle combinée de ces innovations représente-t-elle un risque pour le marché? Dans l'affirmative, lequel?

V. Conclusion et consultation

L'évolution récente de la structure des marchés par suite de l'avènement des marchés opaques, de nouveaux types d'ordres (dont les ordres invisibles) et d'autres éléments a soulevé un certain nombre de questions qui sont abordées dans le présent document et sur lesquelles nous souhaitons obtenir vos commentaires. Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits au plus tard le 29 décembre 2009.

En raison de l'importance des questions soulevées dans le présent document et de leur incidence sur les marchés financiers canadiens, les ACVM et l'OCRCVM ont

l'intention d'organiser une table ronde autour de laquelle les questions susmentionnées et les commentaires reçus seront discutés. Les résultats de ces discussions documenteront les travaux éventuels des ACVM et de l'OCRCVM sur les processus et les dispositions de fond.

Si vous souhaitez participer à la table ronde, veuillez manifester votre intérêt dans la lettre de commentaires que vous transmettez aux adresses ci-dessous.

Prière d'envoyer vos commentaires à tous les membres de ACVM ainsi qu'à l'OCRCVM.

Prière d'adresser vos commentaires aux membres des ACVM, aux soins de la CVMO, en doubles exemplaires, comme suit :

Alberta Securities Commission
 British Columbia Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Autorité des marchés financiers
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
 Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, Territoires du Nord-Ouest
 Nova Scotia Securities Commission
 Registraire des valeurs mobilières, division du bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, Nunavut
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Registraire des valeurs mobilières, Yukon

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire de l'Autorité
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

et

John Stevenson, Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Courrier électronique : jstevenson@osc.gov.on.ca

Prière d'adresser vos commentaires à l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières comme suit :

James Twiss
 Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
 Suite 1600
 121 King Street West
 Toronto (Ontario) M5H 3T9
 Courrier électronique : jtwiss@iiroc.ca

Nous ne pouvons assurer la confidentialité de vos commentaires, car la législation sur les valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus au cours de la période de consultation.

Prière d'adresser toute question aux personnes suivantes :

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

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

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

Susan Greenglass
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-2740

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

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

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889

Mark Wang
British Columbia Securities Commission
(604) 899-6658

Michael Brady
British Columbia Securities Commission
604-899-6561

Doug Mackay
British Columbia Securities Commission
604-899-6609

Glossaire

- adhérent** : Personne ou société qui a conclu une entente contractuelle avec un SNP pour pouvoir accéder à celui-ci dans le but de négocier ou de diffuser ou d'afficher des ordres du SNP.
- algorithme** : Ensemble de règles déterminant l'enchaînement des étapes nécessaires à l'accomplissement d'une tâche. Les algorithmes de négociation déterminent l'enchaînement des étapes nécessaires à l'exécution des ordres. L'utilisateur peut sélectionner différents algorithmes pour différents ordres suivant sa stratégie d'exécution.
- coûts d'impact sur le marché** : Coûts engagés lorsque le prix d'exécution est différent du prix cible. Il est possible que les coûts d'impact sur le marché soient négatifs.
- création de bases de données** : Pour un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent, pratique consistant à enregistrer les ordres envoyés par leur intermédiaire dans le but d'utiliser ensuite cette information lorsqu'ils prennent des décisions d'acheminement.
- découverte d'ordres de grande taille** : Capacité d'un marché à repérer et à attirer des ordres volumineux.
- désignation d'ordre de contournement** : Désignation qui permet à un ordre de contourner les ordres cachés, les ordres assortis de conditions particulières et les autres « ordres spéciaux » et d'être exécuté uniquement contre les volumes visibles ou déclarés sur un marché avant l'exécution ou l'annulation du reste de l'ordre.
- Directive concernant les marchés d'instruments financiers (directive MIF)** : Directive établissant un régime de réglementation harmonisé pour les titres de placement dans tous les États membres de l'Espace économique européen. La directive est entrée en vigueur officiellement le 1^{er} novembre 2007³⁶.
- fournisseurs de liquidité électroniques (FLE)** : Généralement, négociateurs à haute fréquence qui tentent de réaliser des gains en interceptant l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur d'un titre. Les FLE peuvent envoyer des milliers d'ordres par seconde et conserver les titres achetés pendant moins d'une seconde et ils essaient de terminer chaque journée en n'assumant aucun risque de marché ni aucun risque lié à un titre en particulier.
- fragmentation du marché** : Situation qui se produit lorsque la liquidité d'un marché est divisée parmi plusieurs marchés.
- fuite d'information** : Divulgateur d'information au sujet d'un ordre avant que l'ordre n'ait été exécuté intégralement. Certains participants peuvent utiliser cette information pour prendre de l'avance sur les autres participants dans la négociation de l'ordre, ce qui peut accroître sensiblement les coûts d'impact sur le marché.
- indications d'intérêt** : Messages transmis par un marché et contenant certaines informations au sujet d'ordres en attente sur ce marché. Les indications d'intérêt peuvent contenir des informations sur l'un ou plusieurs des éléments suivants, mais non sur tous ces éléments, à savoir le symbole, le sens du marché, la taille de l'ordre ou le cours.
- manœuvres** : Stratégies de négociation consistant à tenter de détecter les ordres existants et de les exploiter ensuite à profit. Ces stratégies peuvent faire intervenir des tactiques telles que la présentation d'information fautive ou trompeuse au sujet de leurs intentions de négociation et la manipulation du comportement des autres participants en réaction à cette information.
- marché au fixage** : Marché sur lequel chaque opération est effectuée à des intervalles de temps préétablis et sur lequel tous les ordres d'achat et les ordres de vente

³⁶ Voir les explications sur *Investopedia* au <http://www.investopedia.com/terms/m/MiFID.asp> (en anglais).

sont regroupés et exécutés en même temps. Le marché fixe le prix d'équilibre en fonction du nombre d'ordres d'achat et d'ordres de vente.

marché aux enchères : Marché sur lequel les acheteurs saisissent des ordres d'achat concurrentiels et les vendeurs saisissent des ordres de vente concurrentiels simultanément. Le cours auquel une action se négocie correspond au prix le plus élevé qu'un acheteur est disposé à payer et au prix le plus bas auquel un vendeur est disposé à vendre. Les ordres d'achat et les ordres de vente dont les cours correspondent sont appariés et puis exécutés³⁷.

marché croisé : Marché créé lorsque l'ordre d'achat (l'ordre de vente) d'un participant sur un marché est doté d'un cours supérieur (inférieur) à celui de l'ordre de vente (l'ordre d'achat) d'un autre participant sur le même marché ou sur un autre marché.

marché interne : Marché sur lequel des blocs importants d'actions sont traités par des courtiers qui agissent soit à titre de mandataires et tentent de les appliquer aux ordres d'autres clients, soit à titre de contrepartistes et utilisent leurs fonds propres pour les appliquer aux ordres en stock.

marché opaque : Marché qui n'offre aucune transparence avant les opérations.

mécanisme d'acheminement des ordres intelligent : Outil technologique qui analyse divers marchés à la recherche du meilleur cours affiché et qui achemine ensuite des ordres sur ces marchés en vue de leur exécution. Cet outil peut aider les négociateurs à exécuter les ordres au meilleur cours et leur permet d'économiser temps et efforts en leur évitant d'avoir à chercher manuellement le meilleur lieu d'exécution.

mécanisme d'acheminement en parallèle (par éparpillement) : Mécanisme d'acheminement des ordres intelligent qui a la faculté de décider de scinder un ordre unique en de multiples petits ordres et de les acheminer simultanément à plusieurs marchés.

mécanisme d'acheminement en série (itératif) : Mécanisme d'acheminement des ordres intelligent qui transmet intégralement l'ordre au marché et affiche le meilleur cours acheteur ou vendeur. Toute tranche de l'ordre qui n'est pas exécutée à ce cours est retransmise par le mécanisme d'acheminement des ordres intelligent comme un nouvel ordre complet, jusqu'à ce que l'ordre initial ait été exécuté intégralement.

meilleur cours acheteur et vendeur national : À l'égard d'un titre donné, le meilleur cours acheteur et vendeur d'une unité de négociation standard sur l'ensemble des marchés transparents, compte non tenu des ordres assortis de conditions particulières.

meilleur cours acheteur national : À l'égard d'un titre donné, le meilleur cours acheteur d'une unité de négociation standard sur l'ensemble des marchés transparents, compte non tenu des ordres assortis de conditions particulières.

meilleur cours vendeur national : À l'égard d'un titre donné, le meilleur cours vendeur d'une unité de négociation standard sur l'ensemble des marchés transparents, compte non tenu des ordres assortis de conditions particulières.

ordre assorti de conditions particulières : Ordre visant moins d'une unité de négociation standard ou dont l'exécution est assujettie à une condition autre que le cours ou qui doit être réglé à une date autre que le troisième jour ouvrable suivant la date de l'opération ou qu'une date fixée par un marché.

ordre en réserve (ordre iceberg) : Ordre qui n'affiche qu'une partie de son volume total à un cours auquel le participant est disposé à négocier. Lorsque la tranche visible de l'ordre est exécutée, le système de négociation du marché génère automatiquement un autre ordre visible en puisant dans la réserve et en la diminuant d'autant.

³⁷ Voir les explications à ce sujet sur *Investopedia* au <http://www.investopedia.com/terms/a/auctionmarket.asp> (en anglais).

- ordre en réserve discrétionnaire :** Ordre en réserve dont la tranche non visible peut être exécutée à un autre cours, ou à une autre fourchette de cours, précisé par l'utilisateur.
- ordre fixe au point médian :** Ordre placé au point médian dans le registre et pouvant être exécuté contre un ordre lié avec ajustement au point médian ou un ordre au mieux entrant. Les ordres fixes au point médian sont souvent cachés.
- ordre lié au marché de référence :** Ordre au cours de référence dont le cours est automatiquement fixé, puis rajusté ultérieurement au besoin, pour correspondre soit au cours acheteur de référence, dans le cas d'un ordre d'achat, soit au cours vendeur de référence, dans le cas d'un ordre de vente.
- ordre lié au marché :** Ordre dont le prix est fixé et rajusté au besoin pour être égal, supérieur ou inférieur à un cours acheteur ou vendeur de référence ou à une valeur médiane entre un cours acheteur et vendeur de référence.
- ordre lié avec ajustement :** Ordre au cours de référence dont le cours correspond au meilleur cours acheteur national ou au meilleur cours vendeur national auquel on a ajouté un incrément ou un décrétement. Par exemple, un ordre lié avec ajustement arrimé sur le cours acheteur + 1 a un cours égal au cours acheteur plus un cent.
- ordre pleinement caché :** Ordre pour lequel aucune information n'est fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information.
- réseau d'opérations croisées :** Les premiers marchés opaques électroniques sur lesquels des ordres volumineux sont saisis et exécutés à des intervalles de temps préétablis au cours de la journée.
- transparence après les opérations :** Faculté du public de voir de l'information sur les opérations après leur exécution, notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de l'opération.
- transparence avant les opérations :** Faculté du public de voir de l'information sur les ordres affichés sur un marché, notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de saisie de l'ordre.

Joint Canadian Securities Administrators / Investment Industry Regulatory Organization of Canada Consultation Paper 23-404 : Dark Pools, Dark Orders, and Other Developments in Market Structure in Canada

The *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") is publishing the following text :

- Joint Canadian Securities Administrators / Investment Industry Regulatory Organization of Canada Consultation Paper 23-404 : Dark Pools, Dark Orders, and Other Developments in Market Structure in Canada

Request for comment

Recent market structure developments regarding Dark Pools, new order types (including Dark Orders) and other current issues have raised a number of issues. As a result, we would like to solicit feedback on the issues set out in the paper. We invite all interested parties to make written submissions. Submissions received by **December 29, 2009** will be considered.

Because of the importance of the issues raised in the paper and their impact on the Canadian capital market, the CSA and IIROC intend to convene a roundtable to discuss the issues and the submissions received. The discussion will inform possible future work on process and substantive requirements by both the CSA and IIROC. If you are interested in participating in the roundtable, please convey your intention in your comment letter provided to the address below.

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

We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires that a summary of the written comments received during the comment period be published.

Further information

Questions may be referred to any of:

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

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

October 2, 2009

**JOINT CANADIAN SECURITIES
ADMINISTRATORS/INVESTMENT INDUSTRY REGULATORY
ORGANIZATION OF CANADA**

CONSULTATION PAPER 23-404

**DARK POOLS, DARK ORDERS, AND OTHER DEVELOPMENTS IN
MARKET STRUCTURE IN CANADA**

I. INTRODUCTION

Over the past few years, the Canadian capital markets have experienced an evolution of market structure. Equity trading in Canada has moved from a centralized marketplace to an environment of multiple marketplaces, where exchanges and alternative trading systems (ATSS) trade the same securities. Recent developments include the introduction of marketplaces that offer no pre-trade transparency (Dark Pools), the introduction of new order types, including those that have limited or no transparency (Dark Orders), the interaction of visible and Dark Orders on the same trading platform, and the introduction of smart order routers.

The Canadian Securities Administrators (CSA) and the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) (together, we) have considered and assessed each new development before implementation. However, many of these changes have been introduced by ATSS and, while all changes are subject to regulatory review, they have not been subject to a public comment process.

New developments in market structure can impact retail and institutional investors as well as marketplaces and dealers. As organizations with an investor protection mandate, we must examine the position of all investors. It has become clear that there are different views on the potential impact of some recent developments. As a result, we have decided to solicit feedback to encourage discussion about some of these recent changes. We specifically request comment on the issues and questions raised in this consultation paper and encourage all participants in the market to participate in the discussion to ensure that all of the issues are explored.

This paper will discuss the evolution of the Canadian market (Part II), the characteristics of an efficient and effective market (Part III), specific issues for consideration (Part IV), and the conclusion and comment process (Part V). We have also included a glossary at the end of the paper.

We note that this paper will not address the following developments and issues: locked and crossed markets, trading fees, data fees, direct market access, high frequency trading, and proposed amendments to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (Regulation 21-101), and Regulation 23-101 respecting Trading Rules (Regulation 23-101) (together, the ATS Rules) and the related policy statements published on October 17, 2008.¹ These issues are being considered in other contexts.

We also note that recently in the United States there has been discussion about the use of “flash orders” that show certain orders to a selected group of participants. On Thursday September 17, the Securities and Exchange Commission (SEC) unanimously proposed a rule amendment that would prohibit the practice of “flash orders” in the United States.² These “flash orders” would not be permitted in Canada because Part 7 of Regulation 21-101 requires a marketplace that displays orders to a person provide such information to an information processor.

¹ <http://www.lautorite.qc.ca/bulletin/2008/bulletin-vol5no41.en.html>.

² The press release announcing the proposed rule amendment to prohibit “flash orders” can be found at: <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-201.htm>.

II. THE EVOLUTION OF THE CANADIAN MARKET

1. A Centralized Market Structure

Following the exchange restructuring in 1999 and before the introduction of ATSs, each equity security traded on a centralized exchange (for example, securities listed on the Toronto Stock Exchange (TSX) only traded on the TSX). Liquidity in Canada was located in either the transparent order book of the incumbent exchanges (TSX, TSX Venture Exchange) or the “upstairs market” where “block sized” orders are matched by participants and then executed on the exchange.³ Traditionally, orders matched in the “upstairs” market were generally executed by the entry of a cross on an exchange and (provided certain conditions are met) were not subject to interference from other orders.⁴ Although these trades are required to be executed on the exchange within the context of prevailing market conditions, many participants, including retail investors are not able to execute against them except where the current market price has to be moved to permit the “upstairs match” to be executed, or the marketplace provides “in-house client priority” where booked orders entered by the same dealer will interfere with the execution at the same price as the cross.

2. The Emergence of Multiple Marketplaces

In 2001, the ATS Rules were introduced to provide a framework for the operation of ATSs and exchanges. Over the past few years, numerous ATSs have begun operating in Canada, creating a multiple marketplace environment that offers choice to market participants as to where to execute and post their orders. Some ATSs offer access to non-transparent pools of liquidity (MATCH Now,⁵ Liquidnet⁶), while others offer transparent marketplaces (Pure Trading,⁷ Omega ATS, Chi-X and Alpha ATS). Some facilitate trading via negotiation systems; others are call markets or auction markets.

3. The Emergence of Dark Pools

Dark Pools are marketplaces with no pre-trade transparency. Although the emergence of electronic Dark Pools is new to Canada, the existence of non-transparent pools of liquidity is not. The “upstairs market” existed as a non-transparent “matching” venue for listed securities. Transparency of these matched orders was provided only once they were executed on the exchange.

Dark Pools vary widely in structure. They may match orders on a continuous basis, during a call auction, or notify participants about possible matches thereby beginning a negotiation process. The first electronic Dark Pools were structured as crossing networks for executing large institutional sized block orders. Dark Pools now attract different types of liquidity from multiple participants including liquidity providers posting passive orders or responding to indications of interest (IOIs) sent from the Dark Pools, and agency orders that “flow through” the Dark Pools on their way to transparent auction markets. In Canada, two Dark Pools currently operate: MATCH Now and Liquidnet.⁸

Traders largely use Dark Pools to ensure anonymity and to minimize market impact costs. Other reasons for using them may include difficulty in executing large blocks on transparent markets (due to a lack of depth in the book), ensuring better control of an order,

³ Block trading (defined as 10,000 shares or more and \$100,000 or more) of large cap securities on all marketplaces has declined from 39% to 12% of the value of equity securities traded between January 2004 and March 2009. ITG Block Trading Report: Q1 2009 Update Figure 2.

⁴ UMIR 2.1 *Just and Equitable Principles*, Policy 2.1 Part 2: Executing a Pre-arranged Trade or Intentional Cross.

⁵ MATCH Now is an ATS where orders flow through the pool of available liquidity to see if there is a potential match on their way to a specified designated marketplace. If a match is possible, execution occurs and price improvement takes place. The active order executes at 80% of the National Best Bid/Offer (NBBO) improving its execution price by 20%.

⁶ Liquidnet Canada is an ATS where indications of interest are communicated via electronic order management systems that allow trade negotiations to occur between buy side institutional investors.

⁷ Pure Trading is a facility of CNSX Markets Inc. that trades securities listed on the Toronto Stock Exchange and TSX Venture Exchange.

⁸ A third dark pool, BlockBook, operated from August 2005 until February 2009.

protecting proprietary trading information, the possibility of price improvement, and lower trading fees. Market impact costs occur when the execution of an order moves the price of that security above the target price for a buy order (or below the target price for a sell order). When information is leaked about a large order before it is executed, these costs can increase significantly. Dark Pools may decrease the opportunity for information leakage to occur by eliminating intermediaries that historically provided liquidity in the form of proprietary capital, or brought together buyers and sellers of securities on an agency basis.

Some Dark Pools allow small orders traditionally routed directly to transparent marketplaces to pass through their liquidity pool. This provides the small order an opportunity to execute against the hidden liquidity of the dark pool which may result in the small order receiving a better-priced fill than otherwise available on a transparent marketplace (presuming that the transparent marketplace does not also have fully-hidden liquidity). In all circumstances, the possibility of lowering market impact costs and finding better execution must be weighed against the potential opportunity cost of missing an execution on a transparent market.

4. Dark Orders

The emergence of multiple marketplaces in Canada has led to the introduction of several new orders, including dark order types, as marketplaces have attempted to innovate and distinguish themselves from one another. These dark order types may be fully-hidden or partially hidden.

A number of years ago, marketplaces introduced a reserve order that displays only a portion of its total volume at a price at which the participant is willing to trade (also known as an “iceberg order”). The non-displayed portion of an iceberg order can only execute at the posted transparent price. When the visible portion of the order is executed, an additional visible order is automatically generated by the trading system of the marketplace drawing from the total size and decreasing the amount of the non-displayed portion.

Some of the new order types that have been introduced are variations on the iceberg order. One new order type, a discretionary-reserve order enables the user to specify an alternative price, or range of prices where the non-displayed portion of an order can execute. Marketplaces have also introduced fully-hidden orders where neither the size nor the price of the order is displayed and can only be identified after an execution has occurred, when trade information is disseminated. In Canada, there is a minimum size requirement for hidden orders.⁹ Out of the seven transparent marketplaces currently operating in Canada, six support iceberg orders, one supports a discretionary-reserve order, and one supports a fully-hidden order.¹⁰

By not displaying price and/or volume, these Dark Order types may minimize market impact costs by limiting the ability of other participants to identify and trade ahead of potentially large orders which are fully or partially hidden. We note that Dark Orders lose time priority in a marketplace’s order book to visible orders at the same price. In the case of an iceberg or discretionary-reserve orders, each new visible order that is generated

⁹ UMIR 6.3 *Exposure of Client Orders* requires that an order for 50 trading units or less must be immediately entered on a transparent marketplace unless otherwise exempted. Permitted exemptions include:

- a) if the client has specified different instructions
- b) if the order is executed immediately at a better price
- c) if the order is returned for the terms of the order to be confirmed
- d) if the order is withheld pending confirmation that the order complies with applicable securities requirements
- e) if entering the order based on market conditions would not be in the interest of the client
- f) if the order has a value greater than \$100,000
- g) if the order is part of a trade to be made in accordance with Rule 6.4 by means other than entry on a marketplace,
- h) if the client has directed or consented that the order be entered on a marketplace as a Call Market Order, an Opening Order, a Special Terms Order, A Volume-Weighted Average Price Order, a Market-on-Close Order, a Basis Order or a Closing Price Order.

¹⁰ A complete list of orders supported by each marketplace can be accessed on the following webpage: http://www.iiroc.ca/English/Documents/SumCompEquityMarkets_en.pdf.

is treated as if it is a newly entered order and loses the time priority given to the original order.

5. Market Pegged Orders

Marketplaces have also introduced market pegged orders (also referred to as reference priced orders) that are priced and re-priced to a reference price such as the national best bid (offer) or a marketplace's best bid (offer). One type of market pegged order is the primary peg order. A primary peg order is a visible order that is automatically priced (and then subsequently re-priced as necessary) to equal either the best bid, in the case of a buy, or the best offer in the case of a sell.

Although this order type is relatively new to Canada, it has existed in the United States for over ten years.¹¹ The strategy which underpins market pegged orders has been used by traders in Canada for some time. Originally, dealers manually canceled and re-entered orders to revise stale quotes to match the best bid or offer so that they could participate in trades against incoming marketable orders. The automation of this strategy occurred with the evolution of electronic trading, where algorithms react and adjust to changing conditions of the NBBO.

Marketplaces have introduced other types of market pegged orders. These include market pegged orders that are fully-hidden and market pegged orders that either peg to a price above or below the NBBO, or are eligible to execute at the mid-point of the NBBO. This paper will only examine the primary peg order.

6. Smart Order Routers

The search for optimal execution in a multiple marketplace environment and the need for a tool to facilitate compliance with best execution and best price obligations, have led to the development of smart order routers used by dealers and marketplaces. A smart order router (SOR) is a technological tool that connects to multiple marketplaces, consolidates and analyzes order information from these marketplaces. The SOR then makes routing decisions seeking to obtain best execution and/or best price, or facilitate the execution of the strategy determined by the user.

Although the options available to a SOR in making routing decisions are limited only by the programming behind it, to date there have been two routing strategies used in Canada: serial (or iterative) routing, and parallel (or spray) routing. A serial SOR sends the entirety of an order to the marketplace with the best posted bid or offer. Whatever volume is not executed at this price is re-sent by the SOR as another complete order until the original order is filled. A parallel SOR makes order routing decisions by splitting up a single order into smaller orders and sending multiple orders to several marketplaces simultaneously. These small orders are not only sent to multiple marketplaces but also can be sent through several price levels on a single marketplace to interact with all displayed liquidity.

III. THE CHARACTERISTICS OF AN EFFICIENT AND EFFECTIVE MARKET

Even though the ATS Rules have been in place since 2001, only recently have there been significant changes in market structure. In the view of the CSA and IIROC, any change to the Canadian market should be assessed by considering key characteristics and looking at the impact on the market. The characteristics of an efficient and effective market¹² which are relevant for the discussion in this paper include the concepts of liquidity, transparency, price discovery, fairness, and integrity.

¹¹ See reference to Peg orders in NASD OATS publication as early as 1998. "NASD Rulemaking: Various Commissions Online. 6 March 1998 <<http://sec.gov/rules/sro/nd9756o.htm>.

¹² The TSE, in its 1997 Report of the Special Committee on Market Fragmentation: Responding to the Challenge identified a set of characteristics essential to an efficient market. These characteristics were later

1. Market Liquidity

Liquidity can be defined as the market's capacity to absorb trades from customers' buy and sell orders at, or near, the last sale price of a particular stock. The greater the number of orders and shares available at a particular price, the more liquid the market will be. Some of the characteristics of liquidity are market depth, market breadth, and resiliency. Market depth refers to the number of orders at different prices that line the book. Market breadth is the number of shares that are wanted at a particular price level and the ability to absorb an incoming large order. Resiliency is the ability for a market to attract offsetting orders relatively quickly when order imbalances occur.¹³ An additional aspect that is important to assessing liquidity is the number of transactions executed on a marketplace.

2. Visibility/Transparency

Transparency refers to the degree to which there is real-time dissemination of information about orders and trades to the public.¹⁴ In Canada, pre-trade transparency is required when a marketplace displays orders of exchange-traded securities.¹⁵ Post-trade transparency by a marketplace is always required. Order and trade information must be provided to an information processor or an information vendor if an information processor does not exist.¹⁶ Currently in Canada, TSX Inc. is the information processor for equity securities.

3. Price Discovery

Price discovery refers to the process through which the execution price for a trade is established. The discovery of a security's fair market value is derived from two sources: the supply of and demand for the security, which indicate a participant's willingness to transact at a given price, and information about transactions which have actually occurred.

If prices are not transparent to participants, or there is unequal or incomplete information, participants will not be able to make informed decisions. In addition, if participants are not given access to markets where a security trades, they may be discouraged from participating or trading in that security and a less efficient price discovery process may occur.

4. Fairness

Fairness refers to the perception and the reality that all participants are subject to the same rules and conditions and that no one participant or group of participants has an unfair advantage or disadvantage. The "fairness" of a market may relate to fair access to a specific marketplace or the market as a whole, fair access to trading information, or the fair treatment of limit orders. For example, it may be perceived as unfair if all participants are not given access to a specific marketplace, or if information about orders or trades that occur on a marketplace cannot be seen by all participants. The perception of unfairness with respect to the treatment of limit orders has the potential to impact an investor's willingness to participate and contribute to the price discovery process in that market.

referred to by the CSA in the background paper entitled "Regulation of Alternative Trading Systems in Canada" published on July 2, 1999 with the initial proposal of the ATS Rules.

¹³ *Ibid.*, pp. 17-18.

¹⁴ Part 7 of Regulation 21-101 requires orders to be provided, and subsection 9.1(2) of Policy Statement 21-101 requires a marketplace that displays orders to provide to an information processor all relevant information regarding orders and trades including details as to volume, symbol, price and time of the order or trade.

¹⁵ No pre-trade transparency is required if order information is only displayed to a marketplace's employees or to persons retained by the marketplace to assist in the operation of the marketplace (subsection 7.1(2) of Regulation 21-101).

¹⁶ Part 7 of Regulation 21-101.

5. Integrity of the Market

Integrity of the market is the level of general confidence investors and the general public have in the marketplace as a whole or in a particular marketplace. This confidence is closely associated with investors' perception of fairness.¹⁷ The regulatory environment and the effectiveness of the regulation of that market and its participants also play a role in whether there is confidence in a market.

IV. SPECIFIC ISSUES FOR CONSIDERATION

1. Dark Pools

The emergence of electronic Dark Pools has prompted regulators to examine issues surrounding the efficiency and effectiveness of the market. These issues include the lack of pre-trade transparency or visibility in the market, the possible impact on price discovery, the impact on fair access as the market share of Dark Pools grow, and the possibility of information leakage. Supporters of Dark Pools argue that any concerns are counterbalanced by increased liquidity brought to the market as a whole.

(i) *Transparency and Price Discovery*

The lack of pre-trade transparency provided by Dark Pools limits the availability of information regarding the market's breadth and depth. As a result, some are of the view that their existence threatens the effectiveness of the market's price discovery process. They also believe that this threat may be intensified as Dark Pools gain greater market share and fewer orders are displayed to all market participants, including those of the investor community.

An alternative view is that although Dark Pools do not provide pre-trade transparency, they do contribute to price discovery because information about executed transactions is disseminated publicly by all Dark Pools.¹⁸ In addition, there may be increased order flow to the market when orders that previously may have been internalized¹⁹ are now placed in a Dark Pool, and when market participants use the unique characteristics of Dark Pools to increase their trading volumes. These sources of increased liquidity in turn contribute to a more efficient market by reducing transaction costs.

Dark Pools have recently come under scrutiny in other jurisdictions because of their lack of transparency. In the United States, the SEC has expressed concern that the lack of post-trade transparency by Dark Pools makes it difficult if not impossible for the public to assess Dark Pool trading and to identify pools that are most active in particular stocks.²⁰ Such difficulties arise because although Dark Pool trades are published on the consolidated tape, one cannot identify on which market a trade took place because Dark Pool trades are marked as over-the-counter. In addition, trades are not required to be reported on a matched-only basis. As a result, volumes can be inflated when both the buy and sell side of a trade is reported as two separate trades ("double counting").

In Canada, similar issues do not exist. Under Regulation 21-101, each Dark Pool is required to provide to the information processor for equity securities trade information, including the total volume of the trade. The information processor, when disseminating the information is required to identify the marketplace on which the trade took place. Such requirements make it possible to accurately monitor both, the overall market share that

¹⁷ TSE Report of the Special Committee on Market Fragmentation: Responding to the Challenge, p. 25.

¹⁸ Section 7.2 of Regulation 21-101 requires a marketplace to provide to an information processor accurate and timely information regarding trades for exchange-traded securities executed on the marketplace as required by the information processor. If there is no information processor, then the information must be sent to an information vendor.

¹⁹ Internalization refers to the process where orders are matched before they are sent to an execution destination.

²⁰ Schapiro, Mary L., Address before the New York Financial Writers' Association Annual Awards Dinner, New York, N.Y., June 18, 2009.

Dark Pools capture and the market share of the originating marketplace where securities are traded.

(ii) *Liquidity*

One view is that Dark Pools increase liquidity through size discovery. Size discovery refers to a market's ability to identify and attract large orders which in turn increases its liquidity. According to this view, Dark Pools increase liquidity by offering the benefits of anonymity and minimized market impact to attract large orders from new and existing participants that may not have otherwise been exposed on a transparent market.

Others are of the view that because orders that are entered on Dark Pools still need to be executed whether Dark Pools exist or not, without Dark Pools, these orders would be forced to be executed more often on a transparent marketplace. This would give more participants the ability to interact with these orders and would lead to less market fragmentation. Market fragmentation in turn can lead to higher transaction costs for all market participants through larger bid-ask spreads and greater volatility.

However, it can also be argued that even without Dark Pools these large orders would not necessarily be matched in the transparent market, but in the upstairs market exclusively, as was the case before Dark Pools were created. This view may not be supported by the decrease in the percentage of block trades executed on the TSX. Block trades on the TSX as measured by value has decreased from 39% to 12% for large cap stocks, 41% to 24% for mid-cap stocks, and 29% to 10% for small cap stocks, from January 2004 to April 2009.²¹

As previously mentioned, the first Dark Pools originally facilitated the execution of large block trades that would significantly impact the market if traded on a visible marketplace. Today, Dark Pools not only offer facilities to seek out liquidity for large-sized orders, but also have become alternative trading venues used for all types of orders and many types of participants.²² If Dark Pools do in fact attract new orders through size discovery, some propose that their use should be limited to orders with a minimum size requirement. This would facilitate size discovery while limiting market fragmentation.

Some do not agree that Dark Pool orders should be limited to a minimum size. They argue that Dark Pools offer multiple benefits to many different types of participants and should not be limited to those participants with only large orders. Small retail orders should be able to seek out potential price improvement by flowing orders through a Dark Pool on their way to a transparent marketplace. Institutional investors can use the features of both Dark Pools and visible marketplaces to obtain optimal execution for orders of different sizes. In addition, as the costs to trade in a Dark Pool may be lower than on a transparent marketplace, Dark Pools can also offer a source of cost savings to all their users.

(iii) *Fairness*

Some Dark Pools restrict access to a limited number of market participants (for example, buy-side institutional clients). Restricting access may be unfair if it does not allow all market participants the opportunity to trade against all orders and offers an advantage to certain participants. This aspect may be magnified as the market share of an ATS increases. Others are of the view that offering access to a specialized group of participants leads to better sourcing and matching of natural orders. In turn, this decreases the possibilities for front-running and creates better execution through lower costs, less market impact, and increased order flow.

²¹ *Supra*, footnote 2.

²² For example, in June 2009, the average volume of a trade on all marketplaces was 792 shares, whereas the average trade volume on Dark Pools differed significantly. Liquidnet that has a market structure intended to facilitate large block shares averaged 69,752 shares per trade. MATCH Now, a Dark Pool offering the possibility of price improvement to orders that are sent to a visible marketplace, averaged 355 shares per trade.

Under certain circumstances, regulators have allowed marketplaces to limit access under certain conditions. In the United States, a marketplace must open access to all participants if it captures a market share of 5% in any security. In Canada, a marketplace cannot unreasonably prohibit, condition or limit access by a person to services offered by it.²³ As Dark Pools continue to increase market share²⁴, the question of the impact of Dark Pools restricting or conversely capturing certain market participants trading activity arises.

An additional characteristic of the Canadian market that may raise a concern about fairness is broker-preferencing or “seeking of the cross.” Although regulation in Canada ensures that better-priced orders are executed first (“price priority”), orders can execute ahead of orders posted at the same price but at an earlier time when both sides of the trade are entered with the same Participating Organization/Subscriber identifier. Some are of the view that this feature is unfair because it violates strict time priority and offers an unfair advantage to certain participants over others. They also suggest that this feature creates Dark Pools within a visible marketplace because certain pools of liquidity can be accessed first by only certain participants (employees and clients of the broker).

Others argue that without broker-preferencing, large dealers will find other ways to internalize their order flow. For example, they could create their own dark pools, as has happened in the United States. Such a development could significantly reduce liquidity in the visible markets and threaten the price discovery mechanism. This threat is particularly strong in Canada because of the high concentration of liquidity that is controlled by a small number of participants.

(iv) *Information Leakage*

The initial concept of the Dark Pool was a trading venue that provided absolutely no pre-trade transparency. A new trend has developed as some Dark Pools are disseminating information about their orders to attract order flow through the use of indications of interest (IOI).

IOIs sent by a marketplace seek out interest by informing other pools, routers or market participants that there is an order for a particular security in the system. The information broadcast is usually limited, and may include information regarding symbol, side, size or size range, or price. This raises a number of questions including:

- whether marketplace participants entering orders on Dark Pools are aware of this practice, and whether they know what information is being disseminated about their orders, and
- at what point does an IOI provide enough information to be considered an “order” that would require pre-trade transparency under the ATS rules.²⁵

The question of whether an IOI provides enough information to be considered an “order” is further complicated when IOIs sent by Dark Pools include information with implicit prices. For example, certain IOIs contain information that notifies the recipient of a firm willingness to execute at a benchmark price such as the national best bid (NBB), the national best offer (NBO) or the mid point of the NBBO. This raises issues whether an “indication of interest” with an implicit price communicates a firm willingness to buy or sell and should require the same treatment as an order.

Information about orders may create opportunities for “gaming”. An example of this is when a proprietary trading desk responds to IOIs with orders on both sides of the market in order to gather information about what side of the market an outstanding dark order is

²³ Sections 5.1 and 6.13 of Regulation 21-101.

²⁴ Approximately 0.595% of the volume traded in Canada is on Dark Pools (IIROC Market Share by Marketplace for the four quarters ending June 30, 2009).

²⁵ See Part 7 of Regulation 21-101 for pre-trade transparency requirements. Section 1.1 of Regulation 21-101 defines an order as a firm indication by a person, acting as either principal or agent, of a willingness to buy or sell a security.

on. This in turn can lead to the leakage of information which can be used to exploit an order by traders positioning themselves ahead of the order.

IOIs sent from particular marketplaces can communicate information in addition to the specific information contained in an IOI. An IOI received from a dark pool that only permits large block orders or allows access to only large institutional clients can signal the existence of a block order or possible large institutional interest in a security.

In all circumstances where gaming and information leakage take place, the benefits of using Dark Pools can be reduced if the confidentiality of the dark pool user is compromised. As a result, some are of the view that the practice of Dark Pools sending IOIs should be prohibited or restricted.

The concerns raised by the practice of Dark Pools sending IOIs can be countered by the potential benefit that these communications can bring including greater success in the search for liquidity. Multiple marketplaces and multiple Dark Pools compete for order flow, and the ability of a marketplace to attract contra-side orders which can result in a trade is critical. Increased likelihood of information leakage and gaming can be offset by the ability to facilitate finding liquidity quickly and improving the execution obtained by the user, an ability which could become more important as the number of Dark Pools increase.

Another issue relating to IOIs arises when they are sent to only certain marketplaces or participants. Some are of the view that a marketplace or subscriber should have the ability to select destinations for IOIs on a preferential basis. Others are of the view that this information should be available to all market participants and that an unfair advantage is gained if only certain participants are provided with this information.

Questions relating to Dark Pools

Question 1: While trading on Dark Pools has not been extensive in Canada, please provide your views on the actual and/or potential impact of Dark Pools on:

- a) **Order size**
- b) **Price discovery**
- c) **Liquidity**
- d) **Market fragmentation**
- e) **Trading strategy**
- f) **Client instructions**

In your view, what will be the potential impact if the market share of Dark Pools in Canada increases significantly?

Question 2: Please provide your views on whether there should be a minimum size requirement for orders entered on Dark Pools?

Question 3: Please provide your views on whether Dark Pools should be permitted to send IOIs? If so, what information should be permitted to be included?

Question 4: Please provide your views whether or not Dark Pools should be permitted to select which destinations are able to receive IOIs? In your view should the ability to select which destinations receive IOI's be offered to subscribers?

Question 5: In your view, when does an IOI provide sufficient information to require it to be treated like an order that should be subject to pre-trade transparency requirements?

Question 6: In your view what kind of transparency about the practice of sending IOIs should be made by Dark Pools to their subscribers?

Question 7: Should Dark Pools be required to provide full or partial transparency of their orders if a threshold of trading activity is reached?

Question 8: What are your views on the fairness of broker-preferencing?

Question 9: Are there other issues that should be considered in connection with Dark Pools?

2. New Dark Order Types

The launch of certain new Dark Order types on transparent marketplaces has raised concerns about their potential impact on price discovery, the fairness of the interaction with visible orders, and liquidity. Proponents of dark order types argue that they increase liquidity, make orders available to all marketplace participants that may otherwise have been held by a dealer and only available to interact with its internal flow, and can provide better execution than expected for incoming orders. These benefits might offset any possible negative impact that dark order types have on the market.

There have been empirical studies that have looked at the impact of hidden orders/iceberg orders. In a study examining the effect of the TSX decision to abolish the use of hidden limit orders in 1996 and then reintroduce them in 2002, Anand and Weaver found that quoted depth did not change following either decision suggesting that the hidden portion of orders represents depth that would otherwise not be exposed. When iceberg orders were reintroduced, they found that total inside depth increases. For both events, volume did not change and the use of exposed limit orders did not change. In their view, this suggests that traders that are required to expose their orders will switch to using market orders instead of exiting the market.²⁶

(i) *Transparency and Price Discovery*

Different types of Dark Orders make different contributions to price discovery. Trades resulting from the execution of any Dark Order²⁷ provide post-trade transparency and iceberg orders and discretionary-reserve orders also provide some pre-trade transparency with respect to the price of the order and part of the volume.

The iceberg order has been offered for a number of years by exchanges. However, variations of this order type recently introduced have raised some questions and concern. In the case of discretionary-reserve orders, the reserve portion of the order is given a discretionary price or price-range, which results in two prices for the order: one for the visible portion, and another for the reserve portion. Some are of the view that the pre-trade transparency provided by the visible portion of discretionary-reserve orders is misleading because it does not represent the true supply and demand for a security. Because the reserve portion of the order is often significantly larger than the visible portion, the displayed information of the order may give a false impression of the price that the participant is willing to pay. As a result, some say that these order types should be prohibited.

Others are of the view, however, that like Dark Pools, any negative impact of Dark Orders is offset by increased liquidity and trade executions resulting when orders that would otherwise have been matched in the “upstairs market” are executed on a visible market. When this occurs, the liquidity pool accessible to all participants is increased. They argue that the existence of hidden orders in transparent marketplaces provide an additional incentive to reduce spreads and for participants to show their “true” best price (to tighten the spread so that a hidden order may not execute in ahead of them) Reduced spreads, in turn, lower volatility and support price discovery.

(ii) *Liquidity*

Supporters of Dark Orders argue that institutional investors execute more of their large block orders on marketplaces where these order types are available. If this is true, then their existence not only offers the benefit of increased size discovery, but also

²⁶ Anand, A, and Weaver, G. (2004) “Can order exposure be mandated?” *Journal of Financial Markets*, 7, pp. 405-426.

²⁷ See Part 2 for descriptions of these order types.

increased liquidity and gives marketplace participants the opportunity to interact with orders that would never have been available if they were matched in the “upstairs market.” Bringing orders onto a marketplace which would otherwise have matched in the “upstairs market” or on an electronic Dark Pool can increase the visible market’s liquidity. This increased liquidity can result in better executions for investors and lower transaction costs.

Others are of the view that this argument does not apply to fully-hidden orders as they tend to be small in size. As a result, fully-hidden orders may allow those trading small sized orders using Dark Orders to seek an advantage over visible limit orders by benefiting from the price discovery of a visible order without making an equal contribution. In Europe, the Markets in Financial Instruments Directive (MiFiD), permits an exception from pre-trade transparency requirements for hidden orders only if they meet a certain minimum volume threshold.²⁸ We note that there are three other exceptions which may allow smaller dark orders to be entered without pre-trade transparency requirements. As described above, in Canada, under UMIR 6.3 *Exposure of Client Orders*, client orders for 50 standard trading units or less must be immediately entered as a visible order on a transparent marketplace unless specific consent is provided by a client on a trade-by-trade basis, or another exception to the order exposure requirement applies.

(iii) *Fairness*

Recently, concerns have been raised that allowing the interaction of discretionary-reserve or fully-hidden orders with visible orders is unfair to visible, resting limit orders. While these transparent limit orders take on risk by establishing better best bids and offers, discretionary-reserve or fully-hidden orders are able to free-ride on their contribution and position themselves for execution ahead of the visible orders. Several scenarios have been highlighted to illustrate this point:

- In the case where the discretionary price for the reserve portion of a discretionary-reserve order is higher than its visible portion (for a buy order), execution may take place in front of the best visible posted bid. Some are of the view that this execution may take advantage of the visible order without making an equal contribution to price discovery. Such an effect may be magnified in the case where the visible portion of the order is posted well off the market. The reserve portion is able to execute against incoming orders that normally would have executed against the best visible posted bid, with almost no possibility of the visible portion of the discretionary-reserve order being executed.
- In the case of fully-hidden orders, execution may take place ahead of the best bid or offer anytime a spread is wider than the minimum price increment. Such instances provide no opportunity for the participant entering the visible order to respond and may contribute to the perception of unfair treatment of visible limit orders that establish the best bid or offer.

In addition, arguments have been made that because of the possible negative impact on the perception of fairness in the Canadian market, the existence of Dark Orders may discourage participants, retail and electronic liquidity providers (ELPs) alike, from posting visible limit orders which in turn may impact the liquidity of the Canadian market.

Others are of the view that discretionary-reserve and fully-hidden orders exist and are traded in many markets around the world, including the United States and Europe. They submit that the fairness concern is minimized because visible orders are given time priority ahead of hidden or hidden portions of reserve or discretionary-reserve orders at the same price on the same marketplace. The opportunity for these orders to be executed before a visible order is counterbalanced by the possibility of missing a trade.

In Canada, there are a number of additional factors that may be relevant in deciding to use Dark Orders. First, IIROC has introduced a “bypass” marker whereby hidden

²⁸ The definition of large scale orders are set out in Table 2 of Annex II of MiFiD.

liquidity can be bypassed in certain circumstances.²⁹ Second, it has been proposed that only visible orders will be protected under the CSA's proposed trade-through protection requirements. Consequently, better-priced non-visible orders may be traded-through as inferior-priced visible orders are executed first.

Questions relating to Dark Orders

Question 10: Please comment on the actual and/or potential impact, if any, of Dark Orders on:

- a) Price discovery
- b) Liquidity
- c) Clients' execution instructions
- d) Trading strategy?

Question 11: Please comment on the effect, if any, of the interaction of Dark Orders with visible limit orders on fairness and price discovery.

Question 12: Should there be a minimum size requirement for certain Dark Orders? If yes, please explain?

Question 13: Should a transparent marketplace allow fully-hidden orders to post at prices inside the prevailing spread (or should at least a portion of the order be required to be exposed thereby narrowing the spread)?

Question 14: Should marketplaces be required to provide priority to visible orders over Dark Orders at the same price?

Question 15: Are there other issues that should be considered in connection with Dark Orders?

3. Market Pegged Orders

Other types of orders that have been introduced by marketplaces are types of reference-priced orders (also referred to as market pegged orders).³⁰ Some have raised concerns with the introduction of one of these types of orders, the primary pegged order. It has been expressed³¹ that these orders when offered by a marketplace are unfair, anti-competitive, and may negatively impact price discovery and the market as a whole. Others are of the view that primary pegged orders, when offered by a marketplace, increase market efficiency, liquidity and assists in obtaining best execution.

(i) Price Discovery, Fairness and Liquidity

Those opposed to primary pegged orders submit that these order types may "materially compromise the fundamental principles of price discovery and liquidity."³² They are of the view that primary pegged orders "free-ride" on the contribution of those that have posted visible limit orders and the execution of a primary pegged order ahead of the order establishing the best bid or offer is unfair. In their view, the limit order posted at the same price should execute first and if it doesn't, the investor will not achieve the benefit of posting the limit order (i.e. execution or rebate credit). As a result, there may not be sufficient incentive to contribute liquidity to the market. In addition, there may be little incentive to contribute to the price discovery process by posting visible limit orders because those that disclose information about their order may not receive the benefit of being executed first. It is argued that to ensure that this disincentive does not occur, in the absence

²⁹ IROC Market Integrity Notice No. 2008-008 *Provisions Respecting Off Marketplace Trades*.

³⁰ Market pegged orders can be visible or hidden. In addition, the reference price that the order is pegged can vary from the NBB, the NBO, the mid point of the NBBO, or a percentage of the spread of the NBBO. The market pegged order that will be discussed in this paper will be the primary pegged order. It is a reference-priced order that is automatically priced, and subsequently re-priced as necessary, to equal either the reference bid, in the case of a buy, or the reference offer in the case of a sell.

³¹ National Post Commentary "Pegged Orders: An Unfair Trade" by Jeffrey MacIntosh, January 12, 2009.

³² Ibid.

of some kind of time priority enforced across marketplaces (which would be impossible to implement because of differences in latency rates between marketplaces), these order types should not be permitted.

Those that support primary pegged orders submit that they contribute to price discovery in at least three ways:

- reduce mispricing risk,³³
- contribute to a more accurate reflection of a security's fair market value by contributing liquidity at particular price levels, and
- when primary pegged orders are executed, the trade information is displayed, thus contributing to the price discovery process.

In addition, supporters are of the view that the automatic re-pricing of primary pegged limit orders at the marketplace level mimics the updating currently done by algorithms at the dealer and client level.³⁴ The automation of primary pegged orders offered at the marketplace level, in addition to contributing to liquidity, also increases a market's efficiency by reducing the message traffic generated by the execution of this strategy at the dealer or client level. Message traffic has continued to grow at significant rates, and there are few indications that this growth will lessen. Recognizing this trend, the contribution made by primary pegged orders and other types of pegged orders in reducing message traffic may prove to be increasingly significant.

Finally, supporters of primary pegged orders submit that where there are competing marketplaces, there cannot and should not be time-priority between marketplaces. Regulation requires that a better-priced order be executed before an inferior-priced order (best price or trade-through obligations), but does not require visible orders at the same price to be executed based on which order was displayed first. Where there are multiple orders displayed on multiple venues at the same price, participants will, and should choose their execution venue based on best execution criteria including the execution fees of the marketplace, the performance of the market's trading system speed and functionality, and the reliability of the market.

Questions relating to market pegged orders

Question 16: Please comment on the actual or potential impact if any, of market pegged orders on:

- a) Price discovery
- b) Fairness

Question 17: Although this paper has not specifically addressed pegged orders that execute at the mid point of the NBBO, in your view, should market pegged orders be allowed to execute at prices unavailable to transparent orders (e.g. at a price between the bid and the ask when the spread is a single trading increment)?³⁵

Question 18: Although this paper has not specifically addressed pegged orders that are fully-hidden, in your view are there any issues that arise due to fully-hidden market pegged orders?

Question 19: Are there other issues that should be considered with regard to market pegged orders?

³³ "Mispricing risk – a limit order may execute after an innovation in public valuation (e.g. a public news item) at a mispriced limit price, because limit-order traders generally are off the exchange and do not monitor market conditions continuously." Brown, David P., and Holden, Craig W. (2005), "Pegged Limit Orders", Working Paper, University of Wisconsin.

³⁴ National Post commentary, *op. cit.*

³⁵ See footnote 30 for a description of mid-point pegged order.

4. Smart Order Routers and Dark Liquidity

As stated above, Canadian market participants (specifically, dealers, marketplaces and third party vendors), have been developing smart order routers in response to the introduction of multiple marketplaces and Dark Pools. Generally speaking, the discovery of dark liquidity by SORs on an otherwise transparent market is incidental. The SOR routes an order to a particular marketplace to execute against visible orders and may execute against an iceberg order or hidden order; however visible orders are executed first at a given price.

We have seen the evolution of SORs and their technology. There has also been the introduction of a SOR by a marketplace that takes into account hidden liquidity posted on that marketplace, whether as part of a reserve or discretionary-reserve order or a fully-hidden order, when making routing decisions.

Having knowledge about hidden liquidity posted on a marketplace has several potential benefits:

- better executions for the active order using the SOR that executes against dark liquidity, and
- decreased instances of crossed markets.

Some argue that it is a competitive advantage that should be used to the benefit of the marketplace's participants and the marketplace.

However, concerns have been raised that having access to this information is unfair because:

- the information is not provided to any other router or market participant, and
- it may lead to the predetermined execution of Dark Orders ahead of visible orders at the same price.

In addition, the disincentives to posting hidden liquidity brought by the use of the bypass marker that enable the order to avoid interacting with hidden orders and the lack of protection that hidden liquidity will receive under the proposed order protection rule may be undermined by a marketplace's use of hidden liquidity when making routing decisions.

Concerns are also raised about whether participants that enter the hidden liquidity know that their information is being "leaked". Finally, it is possible that this information, when provided to an SOR, is being "displayed" under Part 7 of the ATS Rules and should attract the pre-trade transparency requirements.

A related issue with regard to the fairness of an SOR taking into account hidden liquidity posted on a marketplace is the practice of databasing order flow. Databasing is where an SOR keeps a record of orders that are sent through it and uses this information in subsequent routing decisions. This strategy allows market participants' using a databasing SOR to identify and execute against Dark Orders which are opaque to other market participants. This may raise a question of fairness between market participants who use SORs with databasing technology and those who do not.

Questions relating to SORs

Question 20: What is your view of a marketplace SOR taking into consideration hidden liquidity posted on that marketplace when making routing decisions? Is it appropriate? Should the information be required to be provided to other participants? Should a marketplace's SOR be allowed to take into account hidden liquidity only after all visible liquidity at the same price on all marketplaces is executed against?

Question 21: Is the practice of a SOR taking into account hidden liquidity posted on a marketplace an example of internalization of order flow? What are the similarities and differences with a dealer internalizing order flow?

Question 22: What are your views on internalization generally?

Question 23: What is your view on “databasing”?

Question 24: Please comment on whether there are there other issues that should be considered in connection to SOR’s using hidden liquidity in routing decisions?

Other questions

Question 25: Are there any other issues not discussed in this paper that should be considered for discussion at the roundtable that will be convened after the publication of this paper?

Question 26: In what way if any, do you believe that the combined potential impact of these developments represents risk to the market?

V. Conclusion and Comment Process

Recent market structure developments regarding Dark Pools, new order types (including Dark Orders) and other current issues have raised a number of issues. As a result, we would like to solicit feedback on the issues set out in this paper. We invite all interested parties to make written submissions. Submissions received by December 29, 2009 will be considered.

Because of the importance of the issues raised in this paper and their impact on the Canadian capital market, the CSA and IIROC intend to convene a roundtable to discuss the issues and the submissions received. The discussion will inform possible future work on process and substantive requirements by both the CSA and IIROC.

If you are interested in participating in the roundtable, please convey your intention in your comment letter provided to the addresses below.

You should send submissions to all of the CSA and to IIROC.

Submissions to the CSA should be addressed in care of the OSC, in duplicate, as indicated below:

Alberta Securities Commission
 British Columbia Securities Commission
 Manitoba Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 New Brunswick Securities Commission
 Superintendent of Securities, Newfoundland and Labrador
 Registrar of Securities, Department of Justice, Northwest Territories
 Nova Scotia Securities Commission
 Registrar of Securities, Legal Registries Division, Department of Justice, Nunavut
 Ontario Securities Commission
 Registrar of Securities, Prince Edward Island
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Registrar of Securities, Government of Yukon Territory

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse

Montréal (Québec) H4Z 1G3
 e-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

and

John Stevenson, Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto, Ontario M5H 3S8
 e-mail: jstevenson@osc.gov.on.ca

Submissions to the Investment Industry Regulatory Organization of Canada to:

James Twiss
 Investment Industry Regulatory Organization of Canada
 Suite 1600
 121 King Street West
 Toronto, Ontario
 M5H 3T9
 Email: jtwiss@iiroc.ca

We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires that a summary of the written comments received during the comment period be published.

Questions may be referred to any of:

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

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

Matthew Thompson
 Ontario Securities Commission
 416-593-8223

Susan Greenglass
 Ontario Securities Commission
 416-593-2740

Tracey Stern
 Ontario Securities Commission
 416-593-8167

Doug Brown
 Manitoba Securities Commission
 204-945-0605

Lorenz Berner
 Alberta Securities Commission
 403-355-3889

Mark Wang
 British Columbia Securities Commission
 (604) 899-6658

Michael Brady
 British Columbia Securities Commission
 604-899-6561

Doug Mackay
 British Columbia Securities Commission
 604-899-6609

Glossary

- Algorithm:** A set of rules for accomplishing a task in a certain number of steps. Trading algorithms outline steps taken to execute orders. Different algorithms may be selected for different orders based on the execution strategy of the user.
- Auction Market:** A market where buyers enter competitive bids and sellers enter competitive offers at the same time. The price a stock is traded is at the highest price a buyer is willing to pay and the lowest price a seller is willing to sell at. Matching bids and offers are paired together and the orders are executed.³⁶
- Bypass marker:** A marker that when added to an order bypasses hidden liquidity, Special Terms Orders, and other “specialty orders,” and executes only against displayed volumes on a marketplace prior to the execution or cancellation of the balance of the order.
- Call market:** A market in which each transaction takes place at predetermined time intervals and where all of the bid and ask orders are aggregated and transacted at once. The marketplace determines the market clearing price based on the number of bid and ask orders.
- Crossed market:** When one participant’s bid (offer) on one marketplace is higher (lower) than another participant’s offer (bid) on the same or a different marketplace.
- Crossing network:** The first electronic Dark Pools where large orders are entered and execute at predetermined time intervals throughout the day.
- Dark Pool:** A marketplace that provides no pre-trade transparency.
- Databasing:** A practice where a smart order router keeps records of orders that are sent through it and uses this information in subsequent order routing decisions.
- Discretionary-Reserve Orders:** A reserve order where the reserve portion of the order can execute at an alternative price, or range of prices specified by the user.
- Electronic Liquidity Providers (ELP):** Typically high frequency traders who try to profit by capturing the bid ask spread of a security. ELPs may send thousands of orders per second, have holding periods of less a second, and try to end each day with zero market or single stock risk.
- Fully-Hidden Orders:** Orders about which no information is displayed to an information processor or information vendor.
- Gaming:** Trading strategies that try to detect and then exploit existing orders for profit. Gaming strategies may utilize tactics including misrepresenting false or misleading information of their trading intentions and manipulating the behaviour of other participants in reaction to this information.
- Indication of Interest (IOI):** IOIs include messages sent from a marketplace that contain certain information about resting orders on that marketplace. Information contained in an IOI may include information on one or more of, but not all of; symbol, side, size, or price.
- Information Leakage:** When information about an order is released before it is fully executed. Information leakage enables participants to trade ahead of an order which can significantly increase market impact costs.

³⁶ “Auction market.” *Investopedia*. <http://www.investopedia.com/terms/a/auctionmarket.asp>

Market Fragmentation: Occurs when a market's liquidity is divided among multiple marketplaces.

Market Impact Costs: The costs that are incurred when the price of execution is different than the target price. It is possible for market impact costs to be negative.

Market in Financial Instruments Directive (MiFiD): A directive providing a harmonized regulatory regime for investment securities across the member state of the European Economic area. The directive officially took effect on November 1st, 2007.³⁷

Market Peg Order: An order that is priced and re-priced as necessary to equal, or to be higher or lower than a reference bid, offer, or mid-point between a bid and offer.

Mid-Peg Order: A mid-peg order is an order that floats at the mid point in the book and can execute against an opposite mid-peg order or incoming market order. Mid peg orders are often hidden.

National Best Bid (NBB): In respect of a particular security, the best bid of a standard trading unit across all transparent marketplaces excluding Special Terms Orders.

National Best Bid Offer (NBBO): In respect of a particular security, the best bid and offer of a standard trading unit across all transparent marketplaces excluding Special Terms Orders.

National Best Offer (NBO): In respect of a particular security, the best offer of a standard trading unit across all transparent marketplaces not inclusive of Special Terms Orders.

Parallel Smart Order Router (spray): A smart order router that makes order routing decisions by slicing up a single order into smaller orders and sending multiple orders to several marketplaces simultaneously.

Pegged Offset Order: A reference-priced order where an increment/decrement is added to the national best bid or national best offer. For example, a pegged offset order of Bid+1 would peg to the national best bid plus a penny.

Post-trade Transparency: Refers to the ability of the public to see information about the price and volume of a trade after it has been executed. Information includes the volume, symbol, price and time of the trade.

Pre-trade Transparency: Refers to the ability of the public to see information about orders posted on a marketplace. Information includes the volume, symbol, price and time of the order.

Primary Peg Order: A reference-priced order that is automatically priced, and subsequently re-priced as necessary, to equal either the reference bid, in the case of a buy, or the reference offer in the case of a sell.

Reserve Order (Iceberg Order): An order that displays only a portion of its total volume at a price that the participant is willing to trade. When the visible portion of the order is executed, an additional visible order is automatically generated by the trading system of the marketplace drawing from the total size and decreasing the amount of the reserve.

³⁷ "Markets in Financial Instruments Objective." *Investopedia*.
<http://www.investopedia.com/terms/m/MiFID.asp>

Serial Smart Order Router (iterative): A smart order router that sends the entirety of an order to the marketplace with the best posted bid or offer. Whatever volume is not executed at this price is re-sent by the SOR as another complete order until the original order is filled.

Size Discovery: The ability for a market to identify and attract large orders.

Smart Order Router: A technological tool that scans multiple marketplaces for the best-displayed price and then routes orders to that marketplace for execution. This can potentially help traders achieve better-priced executions, as well as saving time and effort with traders trying to manually locate the most appropriate execution point.

Special Terms Order: An order that is less than a standard trading unit, or is subject to a condition other than price or being settled on the third business day following the trade unless specified by a marketplace.

Subscriber: A person that has entered into a contractual agreement with an ATS to access the ATS in order to trade, or disseminate or display orders of the ATS.

Upstairs market: Where large blocks of shares are either worked by dealers who try to cross them with other client orders on an agency basis, or with inventory orders using their liability capital on a proprietary basis.