



September 28, 2005

BY E-MAIL

Members of the Canadian Securities Administrators
c/o John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1903, Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8

– and –

Ms. Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22^e étage
Montréal, (Québec) H4Z 1G3

Subject: Discussion Paper 23-403 on Market Structure Developments and Trade-Through Obligations

Dear Mr. Stevenson:

Bourse de Montréal Inc. hereby submits its written comments regarding the Canadian Securities Administrators (CSA) Discussion Paper 23-403 on Market Structure Developments and Trade-Through Obligations.

Question 6.

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

Organized derivatives markets have evolved in a different fashion from the equity markets over the course of time. Where participants in equity markets have had little recourse to alternative markets to transact, many participants in exchange traded derivatives markets have had recourse to the over-the-counter (OTC) market to manage their financial risks. In this regard, they have generally balanced the transparency and liquidity costs associated with trading on exchange, with the opaqueness and price certainty associated with a bilateral negotiation.

Derivatives markets have attempted to balance these requirements by enacting rules, procedures and market models designed to encourage the development of the central limit order book while facilitating trading activity outside the normal level of activity. Unlike the equity market, pre-arranged transactions below certain size thresholds must be displayed for a prescribed period of time to the entire marketplace to provide an opportunity for general participation in such transactions. The thresholds are generally established to be at levels that would be deemed market disruptive if not displayed.

As the alternative to these transactions is an OTC trade, this approach has the effect of providing large orders with price certainty, while at the same time providing an improved level of price transparency to the entire marketplace. This approach has proven effective in Canada and in other jurisdictions as liquidity centers for risk management have developed.

Derivatives are largely used for hedging purposes and as a result best price execution, although important, is not necessarily the sole factor taken into consideration by market participants.

A very significant part of the market activity in derivatives markets comes from institutional participants and this is particularly true in the futures markets where retail activity is practically non-existent. Therefore, for market participants in the derivatives markets, the decision to make a trade will be based not only on price, but also on other factors such as transaction costs, speed of execution, adequacy of instrument to hedge risks, etc. Furthermore, market participants in the derivatives markets generally rely a lot less on their broker/dealer to execute their transactions. They take their own decisions and these are significantly based on risk management considerations.

Instead of encouraging competition as it is believed they would do on the equity markets, imposing trade-through obligations to the derivatives markets would probably have the effect of driving market participants to trade on the OTC market.

Market regulators in the U.S. have seen fit not to link the cash and derivatives markets with existing trade-through proposals and regulations, allowing these markets to evolve differently to meet the demands of all participants. Given the strong linkage between jurisdictions, these same structures should be applied to the Canadian marketplace.

Should you have any questions, please contact the undersigned at (514) 871-7870 or by e-mail at ggoucher@m-x.ca.

Glenn Goucher
Senior Vice-President, Financial Markets

Le 28 septembre 2005

PAR COURRIEL

Membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières
À l'attention de Me Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
C.P. 246, 22^e étage
Montréal, (Québec) H4Z 1G3

– et –

Monsieur John Stevenson
Secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Bureau 1903, C. P. 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8

**Objet : Document de discussion 23-403 sur l'évolution de la structure du marché
et l'interdiction de procéder à des opérations hors cours**

Madame,

Veillez trouver ci-joints les commentaires de Bourse de Montréal Inc. relativement au document de discussion 23-403 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sur l'évolution de la structure du marché et l'interdiction de procéder à des opérations hors cours.

Question 6.

Les opérations hors cours de produits dérivés devraient-elles être traitées différemment de celles sur les marchés des actions ? Et pourquoi ?

Au fil du temps, les marchés organisés de produits dérivés ont évolué de manière différente de ceux des actions. Alors que les intervenants dans les marchés des actions

ne pouvaient guère recourir à des marchés alternatifs pour effectuer leurs opérations, beaucoup d'intervenants dans les marchés de produits dérivés cotés en bourse pouvaient se tourner vers le marché hors cote pour gérer les risques financiers auxquels ils étaient confrontés. Aussi, ont-ils généralement équilibré les coûts associés à la liquidité et à la transparence de la négociation en bourse d'une part et l'opacité et la certitude des cours résultant de la négociation bilatérale d'autre part.

Les marchés de produits dérivés ont essayé d'équilibrer ces particularités en mettant en place des règles, des procédures et des modèles de marché conçus pour stimuler le développement du registre central des ordres à cours limité, tout en facilitant les opérations ne respectant pas les quantités normales. Contrairement à ce qui se passe sur le marché des actions, les opérations pré-arrangées dont le volume est inférieur à un certain seuil prédéfini doivent être diffusées, pendant une période de temps prescrite, à l'ensemble du marché afin de fournir à chacun la possibilité de prendre part à de telles opérations. Les seuils sont généralement fixés à des niveaux jugés perturbateurs pour le marché en l'absence d'une telle diffusion.

Puisque l'alternative pour de telles opérations est de les effectuer sur le marché hors cote, cette approche a pour effet d'assurer aux ordres de grande taille une certitude de cours tout en permettant d'offrir à l'ensemble du marché une transparence accrue quant aux cotations. Cette approche a fait ses preuves au Canada et dans d'autres pays, puisque des centres de liquidité, destinés à la gestion du risque, se sont développés.

Les produits dérivés sont beaucoup utilisés à des fins de couverture et, conséquemment, l'exécution au meilleur prix, bien qu'importante, n'est pas nécessairement le seul facteur pris en considération par les intervenants sur le marché.

Dans les produits dérivés, une part très importante de l'activité du marché est attribuable aux intervenants institutionnels, et cela est encore plus vrai pour les contrats à terme, un domaine où la vente au détail est pratiquement inexistante. Par conséquent, la décision, par les intervenants sur le marché des produits dérivés, d'effectuer une opération sera non seulement fonction des cours, mais sera également fonction de d'autres facteurs tels que les coûts d'opération, la rapidité d'exécution, la capacité de l'instrument à fournir une protection contre les risques, etc. De plus, ces intervenants se fient généralement beaucoup moins à leur courtier pour effectuer leurs opérations. En effet, ils prennent leurs propres décisions, et ces dernières reposent largement sur des considérations de gestion du risque.

Interdire les opérations hors cours sur instruments dérivés, plutôt que d'encourager la concurrence comme on croit que cela serait le cas sur le marché des actions, aurait probablement comme conséquence de pousser les intervenants à se tourner vers le marché hors cote pour effectuer leurs opérations sur produits dérivés.

Aux États-Unis, les autorités de réglementation des marchés ont jugé bon de ne pas lier les marchés au comptant et ceux des produits dérivés en ce qui a trait à la réglementation existante et aux propositions actuelles en matière d'opérations hors cours, laissant plutôt évoluer ces marchés différemment de façon à satisfaire les attentes de l'ensemble des intervenants. Compte tenu des liens très importants entre nos deux pays, une façon de faire semblable devrait être appliquée au Canada.

Pour toute question, veuillez communiquer avec le soussigné au (514) 871-7870 ou par courriel à l'adresse ggoucher@m-x.ca.

Glenn Goucher
Vice-président principal, Marchés financiers