

## **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 de la *Norme canadienne 21-101 sur le fonctionnement du marché* (la « Norme canadienne 21-101 ») et de la *Norme canadienne 23-101 sur les règles de négociation* (la « Norme canadienne 23-101 »)

(collectivement, les « textes sur les SNP ») ainsi que des instructions complémentaires connexes, publiées le 17 octobre 2008<sup>1</sup>.

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-Unis<sup>2</sup>. Ces « ordres éclairs » ne seraient pas permis au Canada étant donné que la partie 7 de la Norme canadienne 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 bourse<sup>3</sup>. 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 ordres<sup>4</sup>. 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 Now<sup>5</sup> ou Liquidnet<sup>6</sup>), tandis que d'autres exploitent des marchés transparents (p. ex. Pure Trading<sup>7</sup>, 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.

---

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

<sup>2</sup> 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>.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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 RUIM.

<sup>5</sup> 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 %.

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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.

### **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 apparier des ordres de façon continue, fonctionner comme des 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 Liquidnet<sup>8</sup>.

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.

---

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

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 minimale<sup>9</sup>. Parmi les sept marchés transparents actuellement exploités au Canada, six acceptent les ordres iceberg, un accepte les ordres en réserve discrétionnaires et un accepte les ordres pleinement cachés<sup>10</sup>.

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-Unis<sup>11</sup>. 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

---

<sup>9</sup> Aux termes du paragraphe 6.3 des RUIIM, *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;
- 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 RUIIM 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.

<sup>10</sup> 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](http://www.iiroc.ca/French/Documents/SumCompEquityMarkets_fr.pdf).

<sup>11</sup> 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>>.

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 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 efficace<sup>12</sup> 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 vente<sup>13</sup>. Le nombre d'opérations exécutées sur le marché constitue un autre aspect important de l'évaluation de la liquidité.

---

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> *Ibid.* p. 17-18.

## **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 public<sup>14</sup>. Au Canada, les marchés qui affichent des ordres portant sur des titres cotés doivent respecter les règles relatives à la transparence avant les opérations<sup>15</sup>. 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'information<sup>16</sup>. 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 investisseurs<sup>17</sup>. 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.

---

<sup>14</sup> Selon la partie 7 de la Norme canadienne 21-101, les ordres doivent être communiqués et, selon le paragraphe 2 de l'article 9.1 de l'Instruction complémentaire 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.

<sup>15</sup> 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 de la Norme canadienne 21-101).

<sup>16</sup> Partie 7 de la Norme canadienne 21-101.

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

## 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.

#### *i) Transparence et formation des cours*

Le manque de transparence avant les opérations fournie 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 opérations<sup>18</sup>. Par ailleurs, les marchés opaques sont susceptibles de faire augmenter le flux d'ordres sur le marché puisque des ordres qui, auparavant, auraient été internalisés<sup>19</sup> 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  tats-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 donnée<sup>20</sup>. Cette difficulté vient du fait que, même si les opérations sur les marchés opaques sont indiquées sur le t l script 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 compt es comme deux opérations distinctes (le « double comptage »).

Au Canada, il n'existe pas de situation de ce genre. En effet, aux termes de la Norme canadienne 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

---

<sup>18</sup> Selon l'article 7.2 de la Norme canadienne 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.

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

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

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.

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 capitalisation<sup>21</sup>.

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 participants<sup>22</sup>. 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

---

<sup>21</sup> Note de bas de page 2, ci-dessus.

<sup>22</sup> 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.



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 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 donnée 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 services<sup>23</sup>. À mesure que les marchés opaques continuent d'accroître leur part de marché<sup>24</sup>, 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

<sup>23</sup> Articles 5.1 et 6.13 de la Norme canadienne 21-101.

<sup>24</sup> 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) »).

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 » assujéti aux règles de transparence avant les opérations prévues par les textes sur les SNP?<sup>25</sup>

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

---

<sup>25</sup> Voir la partie 7 de la Norme canadienne 21-101 au sujet des règles de transparence de l'information avant les opérations. L'article 1.1 de la Norme canadienne 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.

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 marché<sup>26</sup>.

#### *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 invisible<sup>27</sup> 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

---

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

<sup>27</sup> Voir la partie 2 pour la description de ces types d'ordres.

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 minimal<sup>28</sup>. Nous faisons remarquer qu'il existe trois autres dispenses qui pourraient permettre de saisir 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

---

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

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 circonstances<sup>29</sup>. 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 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 »)<sup>30</sup>. 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 affirment<sup>31</sup> que ces ordres, lorsqu'ils sont offerts par un marché, sont inéquitables

---

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

<sup>30</sup> 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.

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

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 liquidité<sup>32</sup> ». 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 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'aura 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'évaluation<sup>33</sup>;
- 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 clients<sup>34</sup>. 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

---

<sup>32</sup> *Ibid.*

<sup>33</sup> « [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.

<sup>34</sup> Commentaire paru dans le *National Post*, *op. cit.*

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 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)<sup>35</sup>?**

**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;

---

<sup>35</sup> Voir la note 30 pour la description des ordres fixes au point médian.



- 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 « 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 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<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire de l'Autorité  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto: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](mailto: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@iroc.ca](mailto:jtwiss@iroc.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<sup>er</sup> novembre 2007<sup>36</sup>.
- 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** : Divulgarion 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 fausse 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

---

<sup>36</sup> 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 exécutés<sup>37</sup>.

**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.

---

<sup>37</sup> 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.