

Avis conjoint 23-311 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

Démarche réglementaire concernant la liquidité invisible sur le marché canadien

I. Introduction

Le présent avis (l'« avis conjoint ») est publié à l'issue d'une vaste consultation amorcée en 2009 à propos de la liquidité invisible sur les marchés canadiens de titres de capitaux propres. Il décrit le cadre réglementaire au sein duquel la liquidité invisible peut être utilisée au Canada et est publié conjointement à l'Avis de l'OCRCVM 11-0225 (l'« avis de l'OCRCVM »), diffusé aujourd'hui. L'OCRCVM sollicite dans son avis des commentaires sur les modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) portant sur les obligations régissant la liquidité invisible sur les marchés canadiens de titres de capitaux propres (le « projet de modification des RUIM »). Le projet de modification des RUIM a été déposé auprès des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) conformément à la procédure de révision normale.

II. Contexte

Vers la fin de 2009, le personnel des ACVM et celui de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) (ensemble, « nous ») ont publié le *Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM, Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada* (le « document de consultation »)¹. L'objet du document de consultation était de recueillir des commentaires sur un certain nombre de questions à propos de l'incidence des marchés opaques et des ordres invisibles² sur diverses caractéristiques du marché canadien, notamment la liquidité, la transparence, l'équité et l'intégrité du marché, et la formation des cours.

En réponse à ce document, nous avons reçu 23 mémoires et le 23 mars 2010, nous avons organisé un forum (le « forum ») pour discuter des questions soulevées dans le document de consultation et dans les mémoires, notamment :

- la question de savoir si les marchés opaques devraient être tenus de fournir une amélioration du cours et, dans l'affirmative, la question de savoir ce qui constitue une amélioration significative du cours;

¹ Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 2 octobre 2009, Vol. 6 n° 39, page 210.

² Dans le document de consultation, un marché opaque s'entend d'un marché qui n'offre aucune transparence avant les opérations, et un ordre invisible s'entend d'un ordre dont la transparence est limitée ou nulle.

- l'utilisation d'ordres liés au marché et la question de savoir si ces ordres profitent impunément du marché visible;
- l'utilisation d'échelons de cotation inférieurs à un cent;
- la direction préférentielle du flux d'ordres par les marchés et l'internalisation du flux d'ordres par les courtiers;
- l'utilisation d'indications d'intérêt par les marchés opaques pour attirer des flux d'ordres;
- la question de savoir s'il est équitable qu'un marché offre un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres qui utilise des données de marché auxquelles les autres participants au marché n'ont pas accès.

D'autres renseignements sur le forum figurent dans l'*Avis conjoint 23-308 des ACVM et de l'OCRCVM, Le point sur les discussions entourant le Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM, Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada et les suites à donner*³. Cet avis, publié le 28 mai 2010, contient un exposé de nos projets en cours et des suites que nous proposons de donner à certaines des questions ainsi qu'un résumé des commentaires reçus en réponse au document de consultation.

Le 19 novembre 2010, après étude des mémoires reçus et compte tenu des discussions avec les participants au marché sur les sujets abordés dans le document de consultation et au forum, nous avons publié l'*Énoncé de position conjoint 23-405 des ACVM et de l'OCRCVM, La liquidité invisible sur le marché canadien*⁴ (l'« énoncé de position »). L'énoncé de position présente les réponses préliminaires des ACVM et de l'OCRCVM aux questions suivantes :

- dans quelles circonstances faudrait-il dispenser les marchés opaques ou les marchés offrant des ordres invisibles⁵ des règles de transparence avant les opérations prévues par la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché* (la « Norme canadienne 21-101 »)?
- les ordres invisibles devraient-ils obligatoirement fournir une amélioration significative du cours par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national, et dans quelles circonstances?
- les ordres visibles devraient-ils avoir priorité sur les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché?

³ Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 28 mai 2010, Vol. 7 n° 21, page 209.

⁴ Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 19 novembre 2010, Vol. 7 n° 46, page 308.

⁵ Dans l'énoncé de position, un marché opaque s'entendait d'un marché qui n'offre aucune transparence avant les opérations sur quelque ordre que ce soit, et un ordre invisible s'entendait d'un ordre saisi sans transparence avant les opérations sur un marché.

- qu'est-ce qu'une amélioration du cours « significative »?

Certaines questions soulevées dans le document de consultation et à l'occasion du forum n'ont pas été traitées dans l'énoncé de position. Il s'agit de l'utilisation d'indications d'intérêt par les marchés opaques pour attirer des flux d'ordres, de la question de savoir s'il est équitable qu'un marché offre un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres qui utilise des données de marché auxquelles les autres participants au marché n'ont pas accès, de même que de la direction préférentielle du flux d'ordres et de l'internalisation. Le projet de modification de la Norme canadienne une période de consultation de 90 jours terminée le 16 juin 2011, traite des questions touchant l'utilisation d'indications d'intérêt et de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres par certains marchés. Le personnel des ACVM procède actuellement à l'examen des commentaires reçus. Les concepts de direction préférentielle et d'internalisation du flux d'ordres sont également à l'étude.

Voici un résumé des recommandations formulées dans l'énoncé de position :

- **Recommandation 1** – La dispense des règles de transparence avant les opérations prévues dans la Norme canadienne 21-101 ne devrait être ouverte qu'aux ordres qui atteignent ou dépassent un seuil de taille minimale (le « seuil de taille pour les ordres invisibles »); pour la saisie d'ordres invisibles passifs, ce seuil s'appliquerait à tous les marchés, qu'ils soient transparents ou opaques, quelle que soit la méthode d'appariement des opérations utilisée (marché aux enchères en continu, marché au fixage ou système de négociation) et à tous les ordres, qu'ils soient clients, non clients ou pour compte propre.
- **Recommandation 2** – Deux ordres invisibles atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles devraient pouvoir être exécutés au meilleur cours acheteur ou vendeur national et il devrait y avoir amélioration significative du cours dans tous les autres cas.
- **Recommandation 3** – Sur un marché, les ordres visibles devraient être exécutés avant les ordres invisibles dotés d'un cours identique, mais deux ordres invisibles qui atteignent le seuil de taille pour les ordres invisibles pourraient être exécutés à ce cours avant les ordres visibles.
- **Recommandation 4** - Une amélioration significative du cours devrait correspondre à un échelon de cotation au sens des RUIM⁶, mais pour les titres dont le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur affichent un écart d'un échelon de cotation, un demi-échelon sera considéré comme une amélioration significative.

En réponse à l'énoncé de position, nous avons reçu 20 mémoires d'investisseurs et de courtiers, de marchés, d'associations professionnelles et d'un consultant

⁶ L'expression « échelon de cotation » est définie au paragraphe 1.1 des RUIM. L'alinéa 1 du paragraphe 6.1 des RUIM est libellé comme suit : « Aucun ordre d'achat ou de vente d'un titre n'est saisi sur un marché pour être exécuté à un cours qui comprend une fraction ou une partie d'un cent autre qu'un échelon de cotation d'un demi-cent relativement à un ordre doté d'un cours inférieur à cinquante cents. ».

indépendant. Nous remercions tous les intervenants. Le résumé des commentaires ainsi que la liste des intervenants sont joints au présent avis.

III. Cadre réglementaire pour la liquidité invisible

Le présent avis décrit et explique les mesures prises afin de mettre en œuvre les recommandations formulées dans l'énoncé de position, lequel trouve sa concrétisation dans le projet de modification de la Norme canadienne 21-101 et le projet de modification des RUIM. Les principes encadrant la liquidité invisible énoncés dans le présent avis et le projet de modification des RUIM s'inspirent des considérations formulées dans l'énoncé de position visant à favoriser la saisie d'ordres dans les registres visibles des marchés, tout en exposant autant de liquidité que possible au plus grand nombre possible de participants au marché, y compris ceux qui utilisent des marchés opaques.

Le projet de modification de la Norme canadienne 21-101 permet la mise en œuvre de la Recommandation 1 en proposant la dispense des règles de transparence avant les opérations, qui exigerait l'atteinte d'un seuil de taille minimale. Le projet de modification des RUIM aurait les effets suivants :

1. permettre la mise en œuvre de la Recommandation 1 en autorisant l'OCRCVM à établir une taille minimale pour les ordres qui ne sont pas affichés dans un affichage consolidé du marché;
2. mettre en œuvre la Recommandation 2 en prévoyant qu'un ordre saisi sur un marché sur lequel se négocie un ordre invisible doit recevoir une amélioration significative du cours, sauf s'il excède un certain seuil de taille;
3. mettre en œuvre une variante de la Recommandation 3 en prévoyant que, sur un même marché, un ordre visible doit être exécuté avant un ordre invisible doté d'un cours identique⁷;
4. mettre en œuvre la Recommandation 4 en modifiant la définition de « meilleur cours » à l'article 1.1 des RUIM afin que ce cours corresponde à un minimum d'un échelon de cotation, au sens des RUIM, ou à un minimum d'un demi-échelon de cotation pour les titres dont l'écart entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur est d'un échelon de cotation.

En outre, le projet de modification des RUIM apporterait certaines modifications corrélatives à d'autres obligations prévues par les RUIM, qui sont plus détaillées dans l'avis de l'OCRCVM.

⁷ Il convient de préciser que cette mesure constitue une variante de la recommandation formulée dans l'énoncé de position en ce que les grands ordres invisibles ne pourraient bénéficier d'une priorité d'exécution par rapport aux ordres visibles dotés d'un cours identique. On trouvera ci-après plus d'explications à ce sujet.

a) Définition d'« ordre invisible »

Comme nous le mentionnons ci-dessus, dans l'énoncé de position, un ordre invisible s'entend de tout ordre qui est saisi sans transparence avant les opérations sur un marché et qui n'a pas à être fourni à l'agence de traitement de l'information ni au fournisseur d'information en vertu des règles applicables. Nous y précisons que cette expression ne s'entend pas d'un ordre en réserve (ou ordre iceberg), car une tranche de ce type d'ordre est toujours affichée et contribue ainsi à la formation des cours avant les opérations, et y indiquons que les ordres invisibles peuvent être saisis sur un marché transparent ou opaque.

Quelques intervenants nous ont demandé, en réponse à l'énoncé de position, de préciser les types d'ordres qui seraient considérés comme des ordres invisibles et, plus précisément, si les ordres immédiatement exécutés ou annulés par les marchés au moment de leur réception (comme les ordres au marché et les ordres « exécuter sinon annuler ») constitueraient des ordres invisibles. Pour les besoins de notre analyse, nous confirmons que les ordres qui sont immédiatement exécutables ne seraient pas considérés comme des ordres invisibles, même s'ils n'offrent aucune transparence avant les opérations. Les ordres spécialisés qui peuvent être exécutés à un cours situé à l'extérieur de la fourchette, comme les ordres saisis sur le service d'appariement d'un marché au cours d'une séance distincte d'ouverture ou de fermeture d'un marché, ne seraient pas non plus considérés comme invisibles.

Le projet de modification des RUIIM comprend une définition d'« ordre invisible » qui tient compte de ces caractéristiques.

b) Dispense des règles de transparence avant les opérations prévues dans la Norme canadienne 21-101

La partie 7 de la Norme canadienne 21-101 établit les règles de transparence de l'information pour les marchés sur lesquels se négocient des titres cotés. L'une de ces règles prévoit que le marché qui affiche des ordres portant sur des titres cotés doit fournir à une agence de traitement de l'information des renseignements sur les ordres affichés sur le marché⁸. Cette règle ne s'applique pas si le marché n'affiche les ordres qu'à l'intention de ses salariés ou des personnes dont les services ont été retenus par le marché pour aider à son fonctionnement⁹.

Dans l'énoncé de position, nous recommandions que la dispense des règles de transparence avant les opérations ne soit ouverte qu'aux ordres atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles. Nous avons sollicité des commentaires pour savoir à quoi

⁸ Paragraphe 1 de l'article 7.1 de la Norme canadienne 21-101.

⁹ Paragraphe 2 de l'article 7.1 de la Norme canadienne 21-101. Le paragraphe 6.3 des RUIIM prévoit également qu'un participant doit saisir immédiatement sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 de la Norme canadienne 21-101 un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre. Cette obligation est assujettie à certaines exceptions, notamment lorsque le client demande expressément au participant d'agir autrement à l'égard de cet ordre (par exemple, lorsqu'il permet la saisie de l'ordre sur un marché opaque).

devrait correspondre cette taille. Nous y avons également précisé que, selon nous, les marchés ne pouvaient pas regrouper les ordres pour atteindre le seuil de taille pour les ordres invisibles ni ramener la taille des ordres en dessous du minimum une fois qu'ils les ont saisis. Si, toutefois, un ordre invisible qui atteint le seuil de taille pour les ordres invisibles est partiellement exécuté et que la taille de la tranche restante est inférieure à ce seuil, nous indiquons que l'ordre pourrait rester invisible jusqu'à ce qu'il soit annulé ou entièrement exécuté.

Environ le tiers des intervenants étaient d'accord pour limiter la dispense des règles de transparence avant les opérations aux ordres atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles pour plusieurs raisons, notamment parce que cette approche favoriserait la préservation de la valeur et de la qualité du registre des ordres visibles. Les commentaires reçus sur ce qui constituerait un seuil de taille pour les ordres invisibles approprié variaient, allant de 50 unités de négociation standard¹⁰ à la proposition d'établir le seuil en fonction d'un pourcentage du volume moyen quotidien ou d'un multiple de la taille moyenne des ordres pour un titre.

Les autres intervenants n'étaient pas en faveur d'un seuil de taille pour les ordres invisibles pour diverses raisons, notamment le faible niveau d'activité sur les marchés opaques et le manque d'éléments démontrant que la qualité du marché est compromise. En outre, certains intervenants ont indiqué que les marchés opaques leur permettaient de gérer les coûts d'impact liés à la mise en place de stratégies de négociation comportant des ordres de petite taille.

Nous reconnaissons que, jusqu'à ce jour, les activités sur les marchés opaques ont été plutôt limitées et que rien ne prouve que la liquidité invisible, y compris les ordres invisibles sur les marchés visibles, ait pu avoir une incidence négative sur les marchés financiers canadiens. En revanche, nous estimons qu'il est important et opportun d'établir un cadre réglementaire pouvant évoluer au même rythme que la structure du marché et des nouveaux éléments, y compris l'accroissement du nombre de marchés opaques et l'utilisation croissante de la liquidité invisible. À notre avis, ce cadre devrait exiger l'atteinte d'un certain seuil pour permettre la saisie des ordres sans qu'ils soient assujettis aux règles de transparence avant les opérations. Depuis le début du processus de consultation, nous croyons que la transparence est le fondement d'un marché équitable et efficient, et le cadre permettra aux autorités de réglementation d'introduire un seuil de taille pour les ordres invisibles afin de favoriser la transparence et d'atténuer les risques liés à la qualité de la formation des cours.

En vue de mettre en place ce cadre réglementaire, le projet de modification de la Norme canadienne 21-101 prévoit que le marché sera dispensé des règles de transparence

¹⁰ À l'égard des titres de capitaux propres, les RUIIM définissent une unité de négociation standard comme suit : i) 1 000 unités d'un titre négocié à un prix inférieur à 0,10 \$ l'unité, ii) 500 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 0,10 \$ l'unité mais inférieur à 1,00 \$ l'unité, et iii) 100 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 1,00 \$ l'unité.

si les ordres qui y sont saisis atteignent le seuil de taille fixé par un fournisseur de services de réglementation¹¹. Aucun seuil n'a été proposé.

Dans le cadre du projet de modification des RUIIM publié aujourd'hui, l'OCRCVM propose d'ajouter le paragraphe 6.5, qui l'autoriserait à établir une taille minimale pour les ordres qui ne sont pas affichés dans un affichage consolidé du marché. L'avis du l'OCRCVM décrit le processus visant à établir ou à modifier cette taille et précise qu'il ferait l'objet d'une consultation du public et des ACVM. Le seuil ainsi fixé serait soumis aux ACVM pour approbation. La consultation assurerait la transparence du processus envers le public et permettrait au public ainsi qu'aux ACVM de donner leurs commentaires.

Pour le moment, ni le projet de modification de la Norme canadienne 21-101 ni le projet de modification des RUIIM ne prévoient de seuil de taille pour les ordres invisibles. Cependant, dans les mois à venir, nous continuerons d'observer le marché canadien de même que l'évolution des marchés et les mesures réglementaires prises à l'étranger, pour établir le seuil approprié¹².

c) Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible

À l'heure actuelle, les ordres affichés sur les marchés opaques existants fournissent à tous les ordres exécutés contre ceux-ci une amélioration du cours correspondant au moins à 10 % de l'écart du meilleur cours acheteur et vendeur national. Les ordres invisibles saisis sur les marchés transparents fournissent également une amélioration du cours mais il est de tradition de permettre de les réaliser au meilleur cours acheteur et vendeur national, sans égard à leur taille, tant que tous les ordres visibles et les tranches visibles d'ordres iceberg dotés d'un cours identique sur ce marché sont exécutés en premier.

Dans l'énoncé de position, nous indiquions qu'il fallait permettre l'exécution de deux ordres invisibles de sens opposé au meilleur cours acheteur et vendeur national à condition que les deux atteignent le seuil de taille pour les ordres invisibles, et que les ordres invisibles devaient fournir une amélioration significative du cours dans tous les autres cas. Nous faisons également remarquer que les deux ordres exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national devaient être désignés comme étant « invisibles » pour faire en sorte que seuls les ordres visant précisément à recourir à la dispense pour taille minimale recommandée puissent le faire, et non les ordres traditionnels visant à retirer de la liquidité. Notre position appuyait le fait que l'exécution de deux ordres invisibles atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles contribuait à la formation des cours

¹¹Se reporter au projet de modification des articles 7.1 et 7.de la Norme canadienne 21-101.

¹² Même si aucun seuil de taille pour les ordres invisibles n'a été établi, les courtiers considérés comme des participants au sens des RUIIM seront toujours assujettis à la « règle sur la diffusion des ordres », qui prévoit qu'un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre doit être saisi immédiatement sur un marché transparent. Cette règle comporte certaines exceptions, notamment lorsque le client demande expressément au participant d'agir autrement à l'égard de cet ordre ou que le participant n'exécute l'ordre dès réception à un meilleur cours. L'OCRCVM accepte qu'un participant puisse aller voir sur un marché opaque pour obtenir un meilleur cours, mais la tranche non exécutée de l'ordre doit ensuite être saisie sur un marché qui favorise la transparence des ordres.

grâce à la transparence immédiate qu'elle apporte à l'information après les opérations. De plus, nous étions d'avis que la taille de l'opération pouvait fournir suffisamment d'information aux participants pour les inciter à faire d'autres opérations qui, autrement, auraient pu ne pas avoir lieu. Ces facteurs justifiaient, à notre sens, le fait de permettre l'exécution de grands ordres invisibles sans amélioration du cours. Nous y avons également précisé ce qui serait considéré comme une amélioration significative du cours.

La majorité des intervenants étaient d'accord sur le fait qu'il devrait être possible d'exécuter au meilleur cours acheteur et vendeur national deux ordres invisibles remplissant les conditions de la dispense et qu'une amélioration significative du cours devrait être obligatoire dans tous les autres cas. Certains étaient cependant en désaccord sur ce point, l'un deux étant d'avis qu'il devrait être possible d'exécuter les ordres invisibles au meilleur cours acheteur et vendeur national, sans égard à leur taille.

Nous maintenons notre position selon laquelle il serait possible d'exécuter un ordre invisible au meilleur cours acheteur et vendeur national dans certains cas. Le projet de modification des RUIM exigerait, sous réserve de certaines exceptions, qu'un ordre saisi sur un marché qui rencontre un ordre qui n'a pas été affiché dans un affichage consolidé du marché obtienne une amélioration du cours, ou encore qu'il vise plus de 50 unités de négociation standard ou qu'il soit d'une valeur supérieure à 100 000 \$. Contrairement à ce que nous recommandions dans l'énoncé de position, nous n'exigeons pas que ces ordres soient désignés comme étant « invisibles » afin de pouvoir être exécutés contre un ordre invisible passif au meilleur cours acheteur et vendeur national. L'obligation de désignation partait du fait que nous y précisions que deux grands ordres invisibles atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles pouvaient être exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national avant les ordres visibles dotés d'un cours identique. Comme mentionné dans la partie suivante, nous avons revu notre position concernant la priorité d'exécution des ordres au meilleur cours acheteur et vendeur national, et sommes d'avis que les ordres visibles sur un même marché et dotés d'un cours identique devraient toujours avoir priorité. Il ne serait donc pas nécessaire de désigner un ordre négociable exécuté au meilleur cours acheteur et vendeur national comme « invisible » puisqu'il serait obligatoire d'exécuter sur ce marché les ordres visibles dotés d'un cours identique.

Nous reconnaissons que le fait d'exiger une amélioration du cours dans des cas précis peut avoir une incidence sur le modèle d'entreprise de certains marchés, car certains marchés transparents offrant des types d'ordres invisibles autorisent actuellement l'exécution d'ordres négociables de toute taille contre un ordre invisible au meilleur cours acheteur et vendeur national. Or, pour les raisons susmentionnées, nous croyons que les coûts qui pourraient y être associés sont justifiés. C'est pourquoi les marchés existants permettant l'exécution de petits ordres contre des ordres invisibles au meilleur cours acheteur et vendeur national n'échapperaient pas à cette obligation.

d) *Priorité d'exécution des ordres saisis sur un marché et dotés d'un cours identique*

Dans l'énoncé de position, nous indiquions que les ordres visibles sur un marché devraient être exécutés avant les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché. Nous recommandions une exception lorsqu'il était possible d'exécuter à ce cours deux ordres invisibles atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles pour reconnaître leur contribution à la formation des cours et de la taille.

La majorité des intervenants étaient en faveur de cette recommandation. Quelques-uns appuyaient l'idée d'exécuter les ordres visibles avant les ordres invisibles, mais désapprouvaient l'exception pour deux grands ordres invisibles.

Nous sommes toujours d'avis que les ordres à cours limité visibles devraient être exécutés avant les ordres invisibles sur un même marché lorsqu'ils sont dotés d'un cours identique. Le projet de paragraphe 6.6 du projet de modification des RUIM introduirait l'obligation d'exécuter les ordres visibles avant les ordres invisibles lorsqu'ils sont sur le même marché et dotés d'un cours identique. Cette priorité ne pourrait être contournée par des ordres invisibles, quelle qu'en soit la taille, proposition qui s'écarte de la recommandation présentée dans l'énoncé de position. Après étude des commentaires reçus et des principes de l'OICV sur la liquidité invisible¹³, nous avons reconsidéré notre position et sommes d'avis que les ordres à cours limité visibles devraient toujours être exécutés avant les ordres invisibles. Cette priorité favorise la liquidité visible sur les marchés et est essentielle à la protection de la formation des cours.

e) *Amélioration significative du cours*

À l'heure actuelle, les ordres affichés sur les marchés opaques existants fournissent à tous les ordres exécutés contre eux une amélioration du cours. De plus, les ordres invisibles saisis sur des marchés transparents peuvent aussi être exécutés contre d'autres ordres au meilleur cours acheteur et vendeur national, peu importe leur taille, tant que tous les ordres visibles et les tranches visibles d'ordres iceberg dotés d'un cours identique sur ce marché sont exécutés en premier. Il revient au marché d'établir le montant ou le pourcentage de l'amélioration du cours, qui pourrait n'être que de 10 % par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national.

Dans l'énoncé de position, nous indiquions que, parmi les facteurs à considérer pour définir ce qu'est une amélioration « significative » du cours, il fallait établir s'il y avait un « seuil » au-delà duquel les risques pour la qualité globale du marché dépasseraient l'avantage que l'amélioration du cours apporte à un ordre lorsqu'un nombre croissant d'ordres étaient saisis sur des marchés sans transparence avant les opérations. Si une amélioration du cours en petites fractions fait que l'ordre visible n'est pas exécuté en premier, cela pourrait diminuer les avantages de l'affichage d'un cours visible. Comme nous l'affirmions dans l'énoncé de position, nous croyons qu'une amélioration significative du cours sur le meilleur cours acheteur et vendeur national est une

¹³ Disponible à l'adresse suivante : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf>.

amélioration d'au moins un échelon de cotation au sens des RUIIM, sauf lorsque l'écart du meilleur cours acheteur et vendeur national est déjà d'un échelon, auquel cas l'amélioration significative du cours correspondrait minimalement à la moitié de l'échelon applicable.

Les commentaires reçus sur cette recommandation étaient partagés. Bon nombre d'intervenants appuyaient la proposition concernant l'amélioration du cours. Certains soutenaient l'introduction d'une amélioration significative du cours mais n'étaient pas d'accord avec nous en ce qui a trait à son montant. D'autres n'appuyaient aucunement la notion d'amélioration significative du cours et affirmaient que les ordres invisibles devraient pouvoir être exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national.

Après examen des commentaires reçus, nous maintenons que l'amélioration du cours doit être significative afin de prévenir ou d'atténuer les effets préjudiciables du recours croissant à la liquidité invisible sur la formation des cours. L'un des objectifs de notre proposition dans l'énoncé de position consistait à imposer des limites à l'amélioration du cours à des échelons de plus en plus petits dans le but d'exécuter un ordre avant les ordres visibles et, ainsi, de décourager l'affichage d'ordres visibles.

Nous estimons qu'une amélioration du cours inférieure à un échelon de cotation (sauf lorsque l'écart est déjà de un échelon) n'est pas assez significative pour que l'avantage de l'amélioration du cours pour les investisseurs l'emporte sur le coût, quantifiable ou non¹⁴, des occasions d'exécution manquées à cause des ordres invisibles offrant une amélioration minimale du cours, passant ainsi devant les ordres visibles.

Nous donnons donc suite à la recommandation de définir l'amélioration significative du cours que nous avons formulée dans l'énoncé de position. Afin de mettre en œuvre la recommandation et d'établir le niveau d'amélioration du cours dont il est question dans l'énoncé, nous proposons de modifier la définition de « meilleur cours » dans le cadre du projet de modification des RUIIM.

Les ordres invisibles sur tous les marchés seraient tenus de fournir une amélioration du cours, y compris les ordres saisis sur les marchés opaques et sur les marchés transparents offrant certains types d'ordres invisibles. Cette obligation placerait les marchés opaques et les marchés transparents sur un pied d'égalité puisqu'ils pourraient tous fournir la fonctionnalité permettant l'exécution d'ordres invisibles au meilleur cours acheteur et vendeur national dans certains cas, et dans toutes les autres situations, fournir une amélioration du cours d'au moins la moitié d'un échelon de cotation, ce qui pourrait parfois correspondre à moins d'un cent.

¹⁴ Par exemple, l'investisseur affichant un ordre à cours limité non négociable peut subir une perte non quantifiable associée au fait de rater une occasion d'exécution si un ordre invisible passe avant le sien et qu'il offre une amélioration minimale du cours à l'ordre négociable de sens inverse qui aurait été la contrepartie de l'ordre de l'investisseur. Pour éviter cette situation, l'investisseur pourrait ajuster le cours limité de son ordre et payer l'écart en entier, et ainsi subir une perte quantifiable.

IV. Faits nouveaux à l'échelle internationale

a) Principes de l'OICV sur la liquidité invisible

Le 20 mai 2011, le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié un rapport final intitulé *Principles on Dark Liquidity* et renfermant des principes visant à aider les organismes de réglementation des valeurs mobilières à traiter des questions de liquidité invisible.

Nous estimons que la mise en œuvre du projet de modification de la Norme canadienne 21-101 et du projet de modification des RUIIM complèterait la structure réglementaire existante encadrant la liquidité invisible et favoriserait la cohérence avec les principes établis par le Comité technique grâce aux mesures suivantes :

- l'instauration d'un cadre réglementaire qui autoriserait la liquidité invisible tout en gérant son incidence sur la formation des cours, l'équité et la qualité globale du marché;
- l'exécution prioritaire des ordres transparents par rapport aux ordres invisibles dotés d'un cours identique sur un marché, de manière à favoriser l'affichage d'ordres transparents.

La section qui suit présente les principes énoncés par l'OICV ainsi que le modèle réglementaire canadien.

Principe 1 de l'OICV : [Traduction] Le cours et le volume des ordres fermes devraient être généralement transparents pour le public. Cependant, les organismes de réglementation peuvent choisir de ne pas exiger la transparence avant les opérations pour certaines structures de marché et certains types d'ordres. Le cas échéant, ils devraient en évaluer l'incidence sur la formation des cours, la fragmentation, l'équité et la qualité globale du marché.

Démarche réglementaire canadienne

À notre avis, le modèle canadien actuellement en place et les modifications que nous proposons d'y apporter adhèrent à ce principe. À l'heure actuelle, la Norme canadienne 21-101 exige que le marché fournisse à une agence de traitement de l'information de l'information sur tous les ordres et que celle-ci la diffuse publiquement, sauf si l'ordre est affiché uniquement à l'intention des salariés du marché ou aux personnes dont les services ont été retenus par celui-ci pour aider à son fonctionnement. Ainsi, bien que nous exigions en général la transparence avant les opérations, le cadre réglementaire actuel permet l'existence de marchés opaques et d'ordres invisibles, comme en fait foi la dispense décrite ci-dessus.

En outre, le paragraphe 6.3 des RUIIM, *Diffusion des ordres clients* (la « règle sur la diffusion des ordres ») favorise la transparence des ordres de petite taille en exigeant qu'un participant saisisse immédiatement sur un marché qui affiche les ordres un ordre

client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, sauf, entre autres exceptions, s'il exécute l'ordre à un meilleur cours.

De nouvelles obligations ont été proposées uniquement après avoir évalué en profondeur l'incidence de la liquidité invisible sur la formation des cours, l'équité et la qualité du marché. La proposition des ACVM visant à introduire un seuil de taille minimale donnant ouverture à une dispense des règles de transparence prévues dans la Norme canadienne 21-101, d'une part, et le projet de modification des RUIM qui habiliterait l'OCRCVM à désigner une taille minimale pour ce type d'ordres, d'autre part, instaурeraient un nouveau cadre visant à équilibrer la volonté des participants d'utiliser la liquidité invisible et l'incidence potentiellement négative de cette dernière sur la qualité globale du marché.

Principe 2 de l'OICV : [Traduction] L'information portant sur les opérations, y compris celles effectuées sur les marchés opaques ou découlant d'ordres invisibles saisis sur des marchés transparents, devrait être transparente pour le public. Pour ce qui est de l'information précise qui devrait être rendue transparente, les organismes de réglementation devraient évaluer l'incidence positive ou négative liée au fait de révéler l'identité d'un marché opaque ou de préciser que l'opération fait suite à un ordre invisible.

Démarche réglementaire canadienne

La Norme canadienne 21-101 prévoit que l'information concernant toutes les opérations, y compris celles effectuées sur des marchés transparents ou des marchés opaques, soit diffusée à une agence de traitement de l'information pour qu'elle soit incluse dans une liste consolidée produite en temps réel. L'information sur les opérations est également diffusée par les fournisseurs d'information et comprend tous les éléments pertinents, y compris l'identité du marché, le symbole du titre, la quantité de titres visés et leur cours ainsi que la date et l'heure de l'opération.

Principe 3 de l'OICV : [Traduction] Dans les pays où les opérations sur les marchés opaques sont généralement permises, les organismes de réglementation devraient prendre des mesures visant à promouvoir les ordres transparents plutôt que les ordres invisibles exécutés sur des marchés transparents ou les ordres soumis sur des marchés opaques. Les ordres transparents devraient avoir priorité sur les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur une même place de négociation.

Démarche réglementaire canadienne

Le Canada compte déjà certaines mesures visant à encourager l'utilisation des ordres transparents, comme la règle sur la diffusion des ordres mentionnée plus haut et le régime de protection des ordres¹⁵, lequel exige que les marchés établissent et maintiennent des politiques et des procédures conçues raisonnablement pour éviter les transactions hors cours. Plus particulièrement, le régime de protection des ordres garantit

¹⁵ Partie 6 de la Norme canadienne 23-101 sur les règles de négociation.

l'exécution des ordres à cours limité dotés d'un meilleur cours qui sont immédiatement accessibles et visibles en priorité sur les autres ordres à cours limité.

À l'heure actuelle, les ordres visibles doivent avoir priorité sur les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché, et le projet de modification des RUIIM codifierait cette pratique. Ainsi, un ordre saisi sur un marché doit être exécuté contre un ordre visible sur ce marché avant de l'être contre un ordre invisible doté d'un cours identique sur ce marché.

Principe 4 de l'OICV : [Traduction] Les organismes de réglementation devraient disposer d'un régime de déclaration ou de moyens d'accès à l'information concernant les ordres saisis et les opérations effectuées sur les plateformes offrant des marchés opaques et des ordres invisibles.

Démarche réglementaire canadienne

L'OCRCVM reçoit de l'information sur les ordres et les opérations en temps réel de tous les marchés, y compris les marchés opaques. De plus, en vertu de la Norme canadienne 21-101, les systèmes de négociation parallèle doivent actuellement transmettre aux ACVM des rapports trimestriels concernant l'information sur les opérations. Dans le projet de modification de la Norme canadienne 21-101, les ACVM ont proposé des changements visant à inclure dans ces rapports de l'information supplémentaire sur les ordres invisibles et les activités de négociation afin d'avoir une vue d'ensemble des activités des marchés¹⁶.

Principe 5 de l'OICV : [Traduction] Les marchés opaques et les marchés transparents offrant des ordres invisibles devraient fournir suffisamment d'information à leurs participants pour leur permettre de comprendre la façon dont leurs ordres sont traités et exécutés.

Démarche réglementaire canadienne

Dans le projet de modification de la Norme canadienne 21-101, les ACVM ont proposé que tous les marchés, y compris les marchés opaques et les marchés transparents offrant des ordres invisibles, rendent publics sur leur site Web des renseignements concernant leurs activités, y compris une description de la façon dont les ordres sont saisis, interagissent ou sont exécutés, les types d'ordres offerts et leurs règles d'accès.

Principe 6 de l'OICV : [Traduction] Les organismes de réglementation devraient surveiller périodiquement l'évolution des marchés opaques et des ordres invisibles dans leurs territoires de compétence afin de veiller à ce qu'elle ne nuise pas à la formation des cours, et prendre les mesures qui s'imposent, s'il y a lieu.

¹⁶ Projet d'Annexe 21-101A3, *Rapport d'activité trimestriel du marché*, publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 18 mars 2011, Vol. 8 n° 11, page 454.

Démarche réglementaire canadienne

Les ACVM et l'OCRCVM surveillent étroitement les activités de négociation qui ont lieu sur tous les marchés, y compris les marchés opaques et les marchés transparents offrant des ordres invisibles. Nous examinons les activités de marchés qui veulent s'établir au Canada, y compris les marchés opaques, avant qu'ils ne commencent à les exercer. Nous examinons aussi les changements apportés aux activités existantes des marchés comme, par exemple, l'introduction de nouveaux types d'ordres ou des modifications touchant ceux-ci. Notre examen nous permet de comprendre l'incidence des marchés opaques et des ordres invisibles sur les marchés financiers canadiens et de prendre les mesures appropriées lorsqu'il y a un risque que de telles situations puissent nuire à la qualité de ces derniers.

b) Autres travaux pertinents à l'international

La démarche réglementaire proposée en matière de liquidité invisible est également en phase avec les mesures envisagées ou adoptées par d'autres organismes de réglementation. Par exemple, l'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) a publié le 29 avril 2011 de nouvelles règles d'intégrité du marché qui favorisent la concurrence sur les marchés boursiers¹⁷. L'ASIC a introduit des obligations concernant la transparence avant les opérations et, en particulier, a instauré un régime qui prévoit qu'un seuil minimal doit être atteint pour avoir droit à une dispense des règles de transparence avant les opérations, ce seuil étant fixé initialement à zéro. Ces obligations permettront à l'ASIC de réagir rapidement s'il y a un mouvement de liquidité à court terme du marché transparent avant les opérations qui pourrait avoir une incidence sur la formation des cours. Elle entend mener au cours du troisième trimestre cette année une autre consultation tenant compte des commentaires reçus lors de la consultation précédente, en vue d'adopter des règles révisées au début de 2012.

En Europe, la Commission européenne et l'Autorité européenne des marchés financiers (l'« AEMF ») révisent actuellement la Directive 2004/39/CE promulguée en vertu de la directive sur les marchés d'instruments financiers (« directive MIF »). Dans le cadre de son examen, l'AEMF a récemment publié un document de consultation¹⁸ sur les marchés secondaires qui traite notamment des dispenses actuellement prévues par la directive MIF relativement aux obligations de transparence avant les opérations et des options envisageables en matière de réglementation des systèmes et processus d'application des maisons de courtage. En juillet 2010, l'AEMF a publié un rapport¹⁹ dans lequel elle recommandait notamment de conserver les exceptions actuelles aux obligations de transparence avant les opérations dans certaines circonstances. Elle

¹⁷ Disponibles à l'adresse suivante :

<http://www.asic.gov.au/asic/ASIC.NSF/byHeadline/Market%20integrity%20rules>.

¹⁸ Document de consultation du CERVM (CESR/10-394), *CESR Technical Advice to the Commission in the Context of the MiFID Review – Secondary Markets*, avril 2010, disponible à l'adresse suivante : <http://www.esma.europa.eu>.

¹⁹ *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review and Responses to the European Commission Request for Additional Information*, disponible à l'adresse suivante : http://www.esma.europa.eu/index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=7003.

recommandait également à la Commission européenne d'entreprendre ou de mandater des analyses supplémentaires des seuils actuels.

Le 18 février 2011, le Joint CFTC-SEC Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues (comité consultatif conjoint de la CFTC et de la SEC sur les nouvelles questions réglementaires) a publié un rapport sommaire qui renferme 14 recommandations de mesures réglementaires en réponse aux événements du 6 mai 2010²⁰. Ce rapport comprend notamment les deux recommandations suivantes :

11. [Traduction] Le comité recommande que la SEC analyse davantage l'incidence du maintien par le courtier d'un accès privilégié à l'exécution par internalisation des ordres de son client ou en vertu d'ententes de direction préférentielle du flux d'ordres. La SEC devrait au moins évaluer si elle doit prendre l'une des mesures suivantes, ou les deux : i) adopter la règle proposée qui prévoit que les ordres faisant l'objet d'une internalisation ou d'une direction préférentielle devraient être exécutés à un cours significativement supérieur (par exemple, 50 millièmes pour la plupart des titres) au meilleur cours acheteur ou vendeur affiché; ii) obliger les sociétés qui internalisent les flux d'ordres ou qui exécutent des flux d'ordres dirigés de façon préférentielle à se conformer à des obligations de teneur de marché prévoyant l'exécution d'une part importante de leur flux d'ordres au cours de périodes de volatilité du marché.

12. [Traduction] Le comité recommande que la SEC étudie les coûts et les avantages découlant de règles d'acheminement différentes. En particulier, il recommande que la SEC envisage d'adopter un régime d'acheminement « au meilleur cours ». Il recommande aussi une analyse du protocole actuel de protection de la « tête du registre » et des coûts et avantages de son remplacement par une meilleure protection contre les ordres qui sont passés hors du cours ou par de l'information étendue sur la liquidité relative dans chaque registre.

Jusqu'à maintenant, la SEC n'a proposé aucune règle s'inspirant de ces deux recommandations. Nous continuerons de surveiller les mesures réglementaires qui pourraient être adoptées aux États-Unis sur ces questions et d'autres questions d'intérêt.

V. Conclusion

Au Canada, la structure du marché a beaucoup évolué, notamment en raison de l'utilisation croissante de la liquidité invisible sur les marchés opaques ou sous forme d'ordres invisibles saisis sur des marchés transparents. Notre examen de la liquidité invisible visait à instaurer un cadre qui prenait en compte sa nécessité, qui favorisait l'innovation et qui admettrait différents modèles et caractéristiques des marchés, tout en protégeant l'intégrité de la formation des cours.

À notre avis, le projet de modification de la Norme canadienne 21-101 et le projet de modification des RUIM établiront ce cadre. Nous sommes conscients des avantages de la liquidité invisible et aussi du fait qu'elle occupe encore une petite partie de la structure

²⁰ Disponible à l'adresse suivante :
http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@aboutcftc/documents/file/jacreport_021811.pdf

actuelle du marché. Cependant, nous estimons qu'il est primordial d'instaurer pour notre marché un cadre qui favorise l'équité, l'efficacité et la confiance. Selon nous, le cadre proposé atteindra ce but en protégeant la formation des cours et la qualité du marché. Il aura les effets suivants :

- il encouragera l'utilisation d'ordres visibles en garantissant la priorité des ordres visibles par rapport aux ordres invisibles dotés d'un cours identique sur un même marché;
- il prendra compte de la contribution des ordres invisibles à la formation des cours après les opérations et leur valeur pour certains investisseurs;
- il garantira une amélioration significative du cours et placera les marchés transparents et les marchés opaques sur un pied d'égalité.

VI. Questions

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

<p>Élaine Lanouette Autorité des marchés financiers 514-395-0337, poste 4356 Elaine.Lanouette@lautorite.qc.ca</p>	<p>Serge Boisvert Autorité des marchés financiers 514-395-0337, poste 4358 Serge.Boisvert@lautorite.qc.ca</p>
<p>Kent Bailey Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416-595-8945 kbailey@osc.gov.on.ca</p>	<p>Tracey Stern Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416-593-8167 tstern@osc.gov.on.ca</p>
<p>Ruxandra Smith Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416-593-2317 ruxsmith@osc.gov.on.ca</p>	<p>Doug Brown Commission des valeurs mobilières du Manitoba 204-945-0605 doug.brown@gov.mb.ca</p>
<p>Lorenz Berner Alberta Securities Commission 403-355-3889 lorenz.berner@asc.ca</p>	<p>Michael Brady British Columbia Securities Commission 604-899-6561 mbrady@bcsc.bc.ca</p>
<p>Jason Alcorn Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick 506-643-7857 Jason.alcorn@nbsc-cvmnb.ca</p>	<p>James Twiss OCRCVM 416-646-7277 jtwiss@iiroc.ca</p>

Naomi Solomon OCRCVM 416-646-7280 nsolomon@iiloc.ca	
--	--

Résumé des commentaires sur l'Énoncé de position conjoint 23-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *La liquidité invisible sur le marché canadien*

1. Commentaires généraux

Bon nombre d'intervenants étaient en faveur des recommandations formulées dans l'énoncé de position et croient que les propositions trouvent un équilibre entre les objectifs visant à favoriser la formation des cours et à faciliter les opérations de grande taille, avec des répercussions minimales sur le marché. Certains recommandaient aux organismes de réglementation de chercher à savoir pourquoi les petits ordres étaient exécutés hors des marchés visibles, et avançaient que les barèmes de droits de ces marchés pouvaient en être la cause. Certains ont suggéré que soit également revu l'adéquation du modèle « teneur-preneur » (*maker-taker*) (en vertu duquel le barème de droits d'un marché accorde aux ordres passifs un rabais sur les frais de négociation lors de l'exécution qui est, en fait, payé par les ordres actifs). D'autres estimaient que les organismes de réglementation devaient également se pencher sur l'internalisation, la direction préférentielle du flux d'ordres et l'utilisation des indications d'intérêt. Ils indiquaient que les propositions réglementaires concernant la liquidité invisible devraient faire partie du cadre réglementaire global traitant ces questions.

Réponse

Comme nous l'indiquions dans l'avis conjoint, le personnel des ACVM est à revoir d'autres questions soulevées par les intervenants, comme les concepts de direction préférentielle et d'internalisation du flux d'ordres. En outre, le projet de modification de la Norme canadienne 21-101 comprend d'autres indications concernant l'utilisation des indications d'intérêt, y compris le moment où une indication d'intérêt serait considérée comme un ordre ferme, et prévoit l'obligation de déclarer la diffusion des indications d'intérêt, notamment l'information incluse dans celles-ci et les types de destinataires de ces indications.

Nous prenons acte des préoccupations soulevées par les barèmes de droits des marchés, particulièrement le modèle « teneur-preneur ». Nous soulignons que dans le cadre de nos travaux réglementaires courants, nous avons étudié les barèmes de droits des marchés afin d'évaluer si des mesures réglementaires s'imposent.

La plupart des intervenants estiment que les marchés opaques constituent de bons outils offrant davantage d'options aux courtiers pour exécuter des opérations et, dès lors, aux investisseurs pour exécuter leurs stratégies de négociation. D'après certains, les marchés opaques permettraient aussi de gérer l'escalade des coûts. Des intervenants ont souligné qu'à la lumière de l'évolution des marchés, certaines hypothèses concernant la liquidité invisible formulées dans l'énoncé de position pouvaient ne plus être valides. Par exemple, ils indiquent que la raison initiale expliquant l'introduction des marchés opaques et des ordres invisibles, qui était de faciliter l'exécution des grands ordres et de permettre à davantage de participants d'interagir avec les ordres auparavant inaccessibles,

n'est guère plus pertinente en regard des changements survenus sur le marché canadien au cours des dernières années.

Bon nombre d'intervenants ont mentionné le faible niveau d'activité sur les marchés opaques au Canada ainsi que l'absence d'éléments démontrant qu'il y a préjudice à la formation des cours. Ainsi, quelques intervenants estiment que pour le moment, des changements réglementaires importants au modèle canadien actuel d'encadrement de la liquidité invisible ne sont pas nécessaires.

Réponse

Nous convenons que l'utilisation des marchés opaques est plus large que ne le voulait leur première raison d'être. Le cadre réglementaire proposé prend en compte la contribution des ordres invisibles à la formation des cours après les opérations, tout en favorisant la formation des cours et la qualité du marché.

Nous sommes conscients que, jusqu'à maintenant, les activités sur les marchés opaques ont été plutôt limitées et que rien ne prouve que la liquidité invisible ait nui à l'intégrité de notre marché, y compris à la qualité de la formation des cours. Nous estimons cependant qu'il est approprié et opportun d'établir un cadre au sein duquel la liquidité invisible peut servir les participants au marché et prendre de l'expansion sans nuire à la qualité du marché.

Certains intervenants convenaient que les organismes de réglementation abordaient des questions semblables de structures de marché partout dans le monde, mais insistaient sur l'importance de se concentrer sur les caractéristiques uniques des marchés locaux, y compris notre cadre réglementaire. Par exemple, on a souligné le fait que le Canada compte des règles d'accès équitable et des obligations de transparence après les opérations qui exigent l'identification du marché. Un intervenant a indiqué que le cadre actuel procurerait une protection importante pour les investisseurs, sous réserve de certaines améliorations telles que la communication obligatoire d'information sur le fonctionnement des marchés opaques, notamment la méthode de répartition, et des obligations de déclaration supplémentaires pour les courtiers et les marchés concernant l'utilisation d'ordres invisibles.

Réponse

Nous croyons que le cadre réglementaire pour la liquidité invisible que nous proposons complète la structure réglementaire actuelle au Canada, laquelle comprend des règles d'accès équitable et la transparence après les opérations. Nous partageons le point de vue exprimé par certains intervenants voulant que plus de transparence dans le fonctionnement des marchés opaques, y compris la façon dont les ordres sont répartis, serait utile. Dans cette perspective, dans le projet de modification de la Norme canadienne 21-101, les ACVM proposent davantage de transparence dans le fonctionnement des marchés, y compris la façon dont les ordres sont saisis, interagissent et sont exécutés sur un marché²¹. Les ACVM ont également proposé des améliorations à

²¹ Se reporter au projet d'article 10.1 de la Norme canadienne 21-101.

l'Annexe 21-101A3, soit un rapport trimestriel actuellement déposé par les SNP, qui serait déposé par tous les marchés, et qui permettra aux organismes de réglementation de recueillir des données de façon régulière et opportune sur la liquidité invisible afin de surveiller son utilisation au fil du temps.

Enfin, certains intervenants nous ont mis en garde contre les conséquences involontaires des restrictions à l'utilisation de la liquidité invisible : l'augmentation de l'internalisation du flux d'ordres des courtiers ou l'arbitrage réglementaire pour les titres intercotés. En outre, les flux d'ordres sur les titres intercotés pourraient être dirigés au sud de la frontière, et pourraient possiblement être vendus sur les marchés opaques ou croisés américains ou acheminés vers ceux-ci.

Nous abordons chacun de ces commentaires ci-après.

2. Recommandation 1 – Seuil de taille pour les ordres invisibles

Près du tiers des intervenants étaient en faveur de l'établissement d'un seuil de taille pour les ordres invisibles. Les avis étaient cependant partagés concernant la taille appropriée. Quelques-uns ont suggéré que le seuil soit établi en fonction des caractéristiques de chaque titre, et certains ont proposé une mesure, comme le volume quotidien moyen du titre. D'autres intervenants estimaient que le seuil devrait se situer beaucoup plus près de la taille moyenne plus petite des opérations effectuées sur les marchés de nos jours (par exemple, un intervenant indiquait qu'étant donné que la taille moyenne des opérations varie entre 200 et 400 actions, un seuil de taille minimale plus approprié pourrait être de 500, ce qui est supérieur à la taille moyenne des ordres sur les marchés visibles). En revanche, d'autres intervenants croyaient que 50 unités de négociation standard, soit la taille servant d'exemple dans l'énoncé de position, était trop petite et que le seuil devrait être plus élevé. Un intervenant considérait qu'une taille minimale plus appropriée serait de 10 000 actions ayant une valeur minimale de 100 000 \$, alors qu'un autre suggérait que le seuil ne devrait pas être inférieur à 50 unités de négociation standard, ou 100 000 \$, selon le plus élevé des deux.

Malgré les divergences d'opinions concernant la taille, les intervenants en faveur d'un seuil de taille pour les ordres invisibles le sont parce qu'ils estiment important d'encourager la saisie des ordres sur les marchés visibles, car ils constituent un élément important du mécanisme de formation des cours. Un intervenant craignait que le modèle de marché canadien ne vienne à ressembler à celui des États-Unis qui a, à son avis, entraîné l'érosion de la valeur du marché visible américain. Un autre a souligné que les organismes de réglementation devraient évaluer si les avantages des nouveaux systèmes proposés par les participants au marché valent les coûts potentiels liés à la réduction de la transparence.

Réponse

Pour le moment, nous n'avons pas introduit de seuil de taille pour les ordres invisibles, mais nous surveillerons l'évolution des marchés, y compris les faits nouveaux à l'échelle internationale en matière de réglementation, pour décider d'un seuil

approprié. Nous prenons acte des suggestions ci-dessus concernant le seuil et les prendrons en considération lorsque nous en proposerons un. Comme nous le mentionnions dans l'avis conjoint, le processus d'établissement de tout seuil de taille pour les ordres invisibles sera assujéti à l'approbation des ACVM et fera l'objet d'une consultation du public.

La majorité des intervenants n'étaient pas en faveur d'un seuil de taille pour les ordres invisibles pour diverses raisons, résumées ci-après.

Risque de fuite d'information

Il a été signalé que, si la restriction sur la taille ne s'applique qu'au flux d'ordres passifs, et non aux ordres actifs dirigés vers un marché, de petits « *pinging orders* » peuvent être envoyés vers un marché afin de déceler la présence d'un ordre invisible. Sachant que le seuil de taille pour les ordres invisibles s'applique à un ordre invisible passif, les participants du marché obtiendraient de l'information immédiate sur la taille de l'ordre, ce qui pourrait faire augmenter l'utilisation des restrictions sur la quantité minimale pour les ordres passifs en attente et, par conséquent, réduire le taux d'exécution des ordres de clients individuels. Cela pourrait aussi faire que les grands ordres demeurent sur les pupitres de négociation des courtiers et des gestionnaires de portefeuille plutôt que d'être saisis sur un marché, et ainsi réduire la liquidité disponible.

Réponse

Nous prenons acte des réserves exprimées quant aux fuites d'information qui pourraient résulter de l'imposition d'une taille minimale uniquement pour les ordres passifs (affichés). Bien qu'il soit entendu que les marchés disposent d'outils visant à limiter les manœuvres et que les participants au marché puissent avoir des stratégies afin de les contrer, nous envisagerons des façons de réduire ce risque lorsque nous proposerons un seuil de taille pour les ordres invisibles. Par exemple, nous évaluerons si des ordres de petite taille tirés de grands ordres dépassant le seuil de taille pourraient être affichés sans transparence avant les opérations même s'ils n'atteignaient pas le seuil de taille minimale.

Risque de déplacement de la liquidité

De nombreux intervenants craignent qu'une réglementation plus restrictive de la liquidité invisible qu'aux États-Unis ne donne lieu à une perte de flux d'ordres sur les titres intercotés pour les marchés canadiens. Dans le même ordre d'idées, des intervenants ont souligné que le modèle de liquidité invisible américain a permis la négociation de petits ordres à des coûts plus faibles pour les courtiers. Un intervenant a dit craindre que les courtiers ne forment des systèmes d'internalisation afin de contourner un cadre plus restrictif.

Réponse

Nous prenons acte des réserves émises. Cependant, nous tenons à souligner que l'obligation de meilleure exécution des courtiers envers leurs clients devrait régir les

décisions concernant l'endroit où ils effectuent les opérations et la façon dont ils le font. L'article 1.1.1 de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les règles de négociation et la Politique 5.1 des RUIM indiquent que les facteurs dont un participant au marché, notamment un courtier, devrait tenir compte en recherchant les conditions d'exécution les plus avantageuses pour un client comprennent la rapidité d'exécution et le coût global de la transaction. Les courtiers auraient à justifier toute décision prise sur la façon dont le flux d'ordres a été dirigé dans le contexte des obligations de meilleure exécution. Les facteurs devant être pris en compte n'incluent pas les coûts de la transaction pour le courtier qui ne sont pas transférés au client.

Absence de preuves que les ordres invisibles nuisent au marché

Les intervenants qui ne sont pas en faveur d'un seuil de taille pour les ordres invisibles font le même commentaire, soit qu'il n'existe aucune preuve que l'utilisation d'ordres invisibles nuit au marché visible ou à la formation des cours. En outre, compte tenu de l'utilisation limitée des ordres invisibles au Canada, bon nombre d'intervenants estiment qu'il n'est pas nécessaire pour le moment d'apporter des changements d'ordre réglementaire.

Réponse

Nous convenons que les activités sur les marchés opaques sont plutôt limitées et nous prévoyons recueillir des données sur le volume de la liquidité invisible sur l'ensemble des marchés. Nous sommes toutefois d'avis qu'il est opportun d'établir le cadre réglementaire au moyen du projet de modification des RUIM et du projet de modification de la Norme canadienne 21-101.

Nouvelle raison d'être des ordres invisibles

Des intervenants ont affirmé que la raison initiale justifiant l'utilisation des ordres invisibles a changé, et qu'elle a maintenant peu d'importance. Ils ont indiqué que les meilleures stratégies d'exécution pour certains titres consistaient à fractionner un grand ordre en ordres de petite taille et d'en négocier certaines tranches sur le marché visible et d'autres, sur un marché opaque. D'autres ont souligné que le seuil de taille pour les ordres invisibles pourrait ne pas avoir l'effet voulu, soit la saisie de plus d'ordres de petite taille sur le marché visible, mais plutôt qu'un plus grand nombre d'ordres soient conservés entièrement sur le marché interne.

Réponse

Nous reconnaissons que les participants au marché utilisent les ordres invisibles pour différentes raisons, dont plusieurs vont au-delà de la raison initiale de leur introduction. Il ne fait pas de doute que l'évolution de notre marché a apporté de nouvelles stratégies de négociation qui utilisent, pour la plupart, de petits ordres invisibles afin d'obtenir une meilleure exécution. Cependant, nous croyons toujours que l'augmentation continue de l'utilisation de petits ordres invisibles, qui seraient autrement dirigés vers les marchés visibles, pourrait compromettre la qualité de notre marché visible. Même si nous estimons que notre marché n'a pas atteint un point de déséquilibre

préjudiciable pour sa qualité entre stratégies sur les marchés opaques et stratégies sur les marchés visibles, comme nous le mentionnons ci-dessus, nous proposons d'établir un cadre qui nous permettrait de répondre à l'évolution des pratiques de négociation.

Meilleure exécution

Certains intervenants estiment que c'est au négociateur qu'il incombe de gérer les ordres et d'assurer leur meilleure exécution pour le compte de ses clients. La meilleure exécution peut exiger que les petits ordres soient passés en tant qu'ordres invisibles. Ces intervenants ne sont pas en faveur d'une réglementation qui aurait pour effet de réduire les choix offerts aux négociateurs pour atteindre la meilleure exécution. Un intervenant considérait que, puisque l'alinéa e du paragraphe 6.3 des RUIM permet au courtier de déterminer si la saisie d'un ordre est dans l'intérêt ou non du client, il existe déjà des dispositions qui appuient l'idée que les négociateurs devraient être en mesure de protéger les intérêts de leurs clients, même si les tailles de ces ordres ne respectent pas le seuil.

Réponse

Nous reconnaissons que la meilleure exécution de l'ordre d'un client individuel peut comporter différentes stratégies selon de nombreux facteurs. Il doit cependant y avoir aussi un équilibre avec l'intérêt public et le besoin d'un contexte réglementaire assurant l'équité du marché et la protection de la qualité de celui-ci pour tous les investisseurs. Nous croyons que le cadre proposé nous accordera la souplesse nécessaire pour établir un équilibre approprié.

3. Recommandation 2 – Amélioration du cours par les ordres invisibles

La majorité des intervenants étaient en faveur de la recommandation présentée dans l'énoncé de position voulant que deux ordres invisibles atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles puissent être exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national, et qu'une amélioration significative du cours soit requise dans tous les autres cas. Un intervenant soulignait que cette recommandation ne différait pas de ce que pouvait faire un courtier formant un bloc sur le marché interne. Un autre était en faveur d'une disposition prévoyant que les participants auraient un droit de « retour » sur un cours déjà convenu lorsque celui-ci fluctue avant que l'exécution puisse avoir lieu. En outre, un intervenant indiquait que tous les ordres invisibles passés au cours de référence, sans égard à leur taille, devraient pouvoir être exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national.

Certains intervenants n'appuyaient pas cette recommandation. L'un d'entre eux estimait que tout ordre visible devait être exécuté avant un ordre invisible sur le même marché, puisque cela était plus cohérent avec les autres recommandations formulées dans l'énoncé de position. Un autre était en faveur du concept de négociation des ordres invisibles au meilleur cours acheteur et vendeur national s'ils atteignaient une taille minimale, mais ne croyait pas qu'une amélioration du cours devait être requise dans les autres cas.

Réponse

Nous croyons qu'un ordre devrait pouvoir être exécuté contre un ordre invisible au meilleur cours acheteur et vendeur national tant qu'il respecte une taille minimale, conformément à l'objectif formulé dans l'énoncé de position consistant à favoriser l'affichage d'ordres à cours limité visibles, mais aussi en reconnaissance de la contribution des grands ordres à la formation des cours et de la taille grâce à la transparence après les opérations. Le projet de modification des RUIM permettrait l'atteinte de cet objectif en introduisant l'obligation selon laquelle un ordre qui se négocie avec un ordre invisible, au sens du projet de modification des RUIM, devrait obtenir une amélioration du cours, sauf s'il vise plus de 50 unités de négociation standard ou est d'une valeur supérieure à 100 000 \$.

4. Recommandation 3 – Priorité d'exécution des ordres saisis sur le même marché et dotés d'un cours identique

La majorité des intervenants étaient en faveur de la recommandation formulée dans l'énoncé de position selon laquelle les ordres visibles saisis sur un marché devraient être exécutés avant les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché, à l'exception de deux ordres invisibles atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles. Certains intervenants estimaient que cela favoriserait l'affichage d'ordres à cours limité sur le marché visible, et améliorerait la formation des cours. Quelques-uns étaient en faveur de l'idée d'exécuter les ordres visibles avant les ordres invisibles, mais n'appuyaient pas l'exception pour deux grands ordres invisibles.

Certains intervenants désapprouvaient cette recommandation, notamment pour les raisons suivantes :

- les priorités d'exécution devraient être déterminées par chaque marché, pourvu qu'elles soient communiquées clairement;
- la possibilité de négocier deux grands ordres invisibles au meilleur cours acheteur et vendeur national devrait suffire pour reconnaître la valeur de l'exécution de grands ordres dans la formation des cours et de la taille, mais le fait d'autoriser l'exécution de deux grands ordres invisibles avant les ordres visibles reviendrait essentiellement à définir les méthodes de répartition par la réglementation;
- le fait d'exiger l'exécution des ordres visibles avant les ordres invisibles aurait pour effet d'éloigner ces derniers des marchés visibles au profit de certains marchés opaques ou de places de négociation visibles ayant moins de liquidité; cet intervenant estimait aussi que la règle de négociation « au meilleur cours » proposée par la SEC constituait la seule approche correcte si les ordres visibles avaient priorité sur les ordres invisibles.

De nombreux intervenants ont également invité les ACVM et l'OCRCVM à examiner les cas où un marché exploite plus d'un registre d'ordres afin de s'assurer que cela n'est pas fait en vue de contourner des obligations réglementaires.

Réponse

Nous maintenons que les ordres à cours limité visibles devraient être exécutés avant les ordres invisibles lorsqu'ils sont sur le même marché et dotés d'un cours identique. Nous tenons à souligner que les règles ou les pratiques de répartition des marchés existants assurent déjà le respect de cette priorité. Cependant, nous sommes d'avis que la priorité des ordres à cours limité visibles constitue un élément essentiel du cadre réglementaire que nous proposons pour la liquidité invisible, et c'est pourquoi elle devrait être rendue obligatoire. Le projet de modification des RUIM prévoirait qu'un ordre saisi sur un marché doit être négocié avec les ordres visibles sur ce marché avant de pouvoir se négocier avec des ordres invisibles indiquant le même cours sur ce marché.

Nous sommes d'accord avec les intervenants qui suggéraient que les ordres visibles devraient toujours être exécutés en priorité lorsqu'ils sont saisis au même cours et sur le même marché que les ordres invisibles, sans égard à la taille de ces derniers. Cette suggestion est également conforme à l'un des principes de l'OICV sur la liquidité invisible, qui énonce que les ordres transparents devraient avoir priorité sur les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur une même place de négociation. Après un examen approfondi de la question, et à la lumière des commentaires reçus et du principe de l'OICV, nous révisons notre recommandation initiale présentée dans l'énoncé de position et ne proposons pas que les grands ordres invisibles puissent être exécutés avant les ordres visibles. Nous croyons qu'il devrait y avoir des mesures incitatives adéquates pour encourager l'affichage d'ordres à cours limité visibles afin de protéger la qualité de nos registres d'ordres visibles, et le fait d'accorder la priorité d'exécution à ces ordres dans tous les cas aiderait à atteindre cet objectif.

Nous prenons acte des préoccupations concernant les marchés exploitant plusieurs registres d'ordres et reconnaissons la nécessité de les surveiller pour s'assurer qu'ils n'utilisent pas leurs installations afin de contourner cette priorité. Cependant, nous remarquons qu'à l'heure actuelle, les marchés qui exploitent plusieurs registres le font sous forme de marchés distincts, et que la priorité aux ordres visibles est respectée dans chacun d'eux. Si cette situation venait à changer et que les marchés commençaient à intégrer différents registres d'ordres, nous envisagerions de fournir des indications concernant la priorité de répartition parmi tous les registres d'ordres exploités par le marché.

5. Recommandation 4 – Amélioration significative du cours

Les commentaires reçus au sujet de la recommandation présentée dans l'énoncé de position sur ce que nous considérons comme une amélioration significative du cours étaient partagés. Les intervenants qui n'étaient pas en faveur de la recommandation ont donné les raisons suivantes :

- certains estimaient que l'amélioration significative du cours devait tenir compte des coûts et des rabais sous-jacents fixés par les marchés;

- un intervenant a proposé l'établissement d'un pourcentage de référence par rapport au cours pour savoir ce que l'on considère comme une amélioration « significative »;
- d'autres estimaient que l'amélioration significative du cours devrait s'apprécier en fonction du barème de droits « teneur-preneur » des marchés afin d'avoir une vue globale de l'opération;
- un intervenant n'appuyait aucunement le concept d'amélioration significative du cours, et estimait que les ordres invisibles devraient pouvoir être exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national, sans égard à leur taille.

Un intervenant en faveur de la recommandation estimait qu'une amélioration « significative » du cours supposait qu'il fallait évaluer si l'amélioration était un incitatif approprié afin d'assurer la santé du mécanisme de formation du cours, et que plus son niveau diminuait, plus la formation du cours risquait d'en souffrir. Il n'était cependant pas d'accord sur le fait que l'amélioration significative du cours correspondrait au point médian lorsque l'écart serait déjà à l'échelon de cotation minimal. Il estimait que l'échelon significatif minimal ne devrait pas dépendre de l'écart.

Réponse

Nous croyons que l'amélioration du cours doit être significative afin de ne pas nuire à la formation des cours. L'un des objectifs de notre recommandation dans l'énoncé de position consistait à limiter la pratique visant à fournir une amélioration du cours à des échelons de plus en plus petits dans le but d'exécuter un ordre avant les ordres visibles et ainsi décourager la saisie d'ordres visibles.

Nous estimons toujours que l'amélioration significative du cours devrait être d'au moins un échelon de cotation (au sens des RUIIM) par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national, sauf lorsque l'écart du meilleur cours acheteur et vendeur national est déjà d'un échelon de cotation, auquel cas l'amélioration significative du cours correspondrait minimalement au point médian de l'échelon de cotation applicable. L'un de nos objectifs réglementaires consiste à maintenir la confiance dans notre marché. Nous croyons qu'une amélioration obligatoirement plus élevée du cours par les ordres invisibles demeurant à l'intérieur d'un cours visible favoriserait la confiance des investisseurs dans la qualité de notre marché, car les ordres à cours limité visibles ne passeraient pas derrière des ordres dont le cours n'est supérieur que de petites fractions d'un cent. Nous croyons que cela encouragera les participants au marché à afficher des ordres à cours limité visibles et protégera la qualité du registre d'ordres visibles.

Nous sommes conscients que le barème de droits « teneur-preneur » d'un marché a une incidence sur les coûts des courtiers pour effectuer des opérations sur un marché. Certains intervenants ont également signalé que les clients des courtiers ne profitaient généralement pas des rabais offerts aux fournisseurs de liquidité sur un marché. Cependant, nous croyons que le barème de droits d'un marché et l'incidence correspondante sur les coûts pour le courtier exécutant sont des questions distinctes de

celle du niveau approprié d'amélioration du cours reçue par le client. Dans la plupart des cas, le client ne paie pas les frais de négociation ni ne bénéficie du rabais, et c'est pourquoi nous ne sommes pas d'accord avec les intervenants qui soutenaient que l'amélioration significative du cours devait être revue avec le modèle « teneur-preneur ». Nous tenons cependant à préciser que les barèmes de droits des marchés font l'objet d'un examen afin de comprendre les mesures réglementaires qui pourraient, s'il y a lieu, être nécessaires.

Liste des intervenants

1. Alpha ATS
2. AMR Associates Inc.
3. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
4. BMO Nesbitt Burns Inc.
5. Buy-Side Investment Management Association
6. Canadian Security Traders Association
7. Chi-X Canada ATS Limited
8. CNSX Markets Inc.
9. Connor, Clark & Lunn Investment Management Ltd.
10. Gestion de placements TD inc.
11. Goldman Sachs Canada Inc.
12. Groupe Banque TD
13. Groupe TMX
14. ITG Canada
15. Liquidnet Canada Inc.
16. Marchés mondiaux CIBC inc.
17. Portfolio Management Association of Canada
18. RBC Dominion valeurs mobilières
19. Scotia Capitaux inc.
20. TriAct Canada Marketplace