

# 7.

## Bourses, chambres de compensation, organismes d'autorégulation et autres entités réglementées

---

- 7.1 Avis et communiqués
  - 7.2 Réglementation de l'Autorité
  - 7.3 Réglementation des bourses, des chambres de compensation, des OAR et d'autres entités réglementées
  - 7.4 Autres consultations
  - 7.5 Autres décisions
-

## 7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

### Avis de publication

**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**

(Texte disponible ci-dessous)

## **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 »)<sup>1</sup>. 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 invisibles<sup>2</sup> 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;
- 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*<sup>3</sup>. Cet avis, publié le 28 mai 2010, contient un exposé de nos projets en cours et

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

<sup>2</sup> 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.

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

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*<sup>4</sup> (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 invisibles<sup>5</sup> des règles de transparence avant les opérations prévues par le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 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?
- 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 du Règlement 21-101 (le « projet de modification du Règlement 21-101 »<sup>6</sup>), publié pour 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 le Règlement 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 et 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.

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

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 18 mars 2011, Vol. 8 n° 11, page 454.

- **Recommandation 4** - Une amélioration significative du cours devrait correspondre à un échelon de cotation au sens des RUIM<sup>7</sup>, 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 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 du Règlement 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 du Règlement 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 identique<sup>8</sup>;
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.

#### 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

<sup>7</sup> 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. ».

<sup>8</sup> 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.

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 le Règlement 21-101***

La partie 7 du Règlement 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 marché<sup>9</sup>. 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 fonctionnement<sup>10</sup>.

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 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 standard<sup>11</sup> 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

<sup>9</sup> Paragraphe 1 de l'article 7.1 du Règlement 21-101.

<sup>10</sup> Paragraphe 2 de l'article 7.1 du Règlement 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 du Règlement 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).

<sup>11</sup> 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.

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 du Règlement 21-101 prévoit que le marché sera dispensé des règles de transparence si les ordres qui y sont saisis atteignent le seuil de taille fixé par un fournisseur de services de réglementation<sup>12</sup>. Aucun seuil n'a été proposé.

Dans le cadre du projet de modification des RUIM 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 du Règlement 21-101 ni le projet de modification des RUIM 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 approprié<sup>13</sup>.

### *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

<sup>12</sup>Se reporter au projet de modification des articles 7.1 et 7.3 du Règlement 21-101.

<sup>13</sup> Même si aucun seuil de taille pour les ordres invisibles n'a été établi, les courtiers considérés comme des participants au sens des RUIM 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.

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 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 invisible<sup>14</sup>, 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'affirmons dans l'énoncé de position, nous croyons qu'une amélioration significative du cours sur le meilleur cours acheteur et vendeur national est une amélioration d'au moins un échelon de cotation au sens des RUM, 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 non<sup>15</sup>, 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

<sup>14</sup> Disponible à l'adresse suivante : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf>.

<sup>15</sup> Par exemple, l'investisseur affichant un ordre à cours limité non négociable peut subir une perte 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.

question dans l'énoncé, nous proposons de modifier la définition de « meilleur cours » dans le cadre du projet de modification des RUM.

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.

#### **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 du Règlement 21-101 et du projet de modification des RUM 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 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, le Règlement 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 RUM, *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 le Règlement 21-101, d'une part, et le projet de modification des RUIIM qui habiliterait l'OCRCVM à désigner une taille minimale pour ce type d'ordres, d'autre part, instaure 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**

Le Règlement 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 ordres<sup>16</sup>, 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 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 du Règlement 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 du Règlement 21-101, les ACVM ont proposé des changements visant à inclure dans ces rapports de l'information supplémentaire sur les ordres

<sup>16</sup> Partie 6 du Règlement 23-101 sur les règles de négociation.

invisibles et les activités de négociation afin d'avoir une vue d'ensemble des activités des marchés<sup>17</sup>.

*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 du Règlement 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.*

#### **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 boursiers<sup>18</sup>. 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 consultation<sup>19</sup> 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

<sup>17</sup> 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.

<sup>18</sup> Disponibles à l'adresse suivante :

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

<sup>19</sup> 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>.

options envisageables en matière de réglementation des systèmes et processus d'application des maisons de courtage. En juillet 2010, l'AEMF a publié un rapport<sup>20</sup> dans lequel elle recommandait notamment de conserver les exceptions actuelles aux obligations de transparence avant les opérations dans certaines circonstances. Elle 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 2010<sup>21</sup>. 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 le règlement proposé 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 aucun règlement 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 du Règlement 21-101 et le projet de modification des RUIIM 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 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;

<sup>20</sup> *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](http://www.esma.europa.eu/index.php?page=document_details&from_title=Documents&id=7003).

<sup>21</sup> Disponible à l'adresse suivante : [http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@aboutcftc/documents/file/jacreport\\_021811.pdf](http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@aboutcftc/documents/file/jacreport_021811.pdf)

- 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 :

Élaine Lanouette Autorité des marchés financiers 514-395-0337, poste 4356 Elaine.Lanouette@lautorite.qc.ca	Serge Boisvert Autorité des marchés financiers 514-395-0337, poste 4358 Serge.Boisvert@lautorite.qc.ca
Kent Bailey Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416-595-8945 kbailey@osc.gov.on.ca	Tracey Stern Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416-593-8167 tstern@osc.gov.on.ca
Ruxandra Smith Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 416-593-2317 ruxsmith@osc.gov.on.ca	Doug Brown Commission des valeurs mobilières du Manitoba 204-945-0605 doug.brown@gov.mb.ca
Lorenz Berner Alberta Securities Commission 403-355-3889 lorenz.berner@asc.ca	Michael Brady British Columbia Securities Commission 604-899-6561 mbrady@bcsc.bc.ca
Jason Alcorn Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick 506-643-7857 Jason.alcorn@nbsc-cvmnb.ca	James Twiss OCRCVM 416-646-7277 jtwiss@iiroc.ca
Naomi Solomon OCRCVM 416-646-7280 nsolomon@iiroc.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 du Règlement 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 du Règlement 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 marché<sup>22</sup>. Les ACVM ont également proposé des améliorations à 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

<sup>22</sup> Se reporter au projet d'article 10.1 du Règlement 21-101.

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'atteignent 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 générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation et la Politique 5.1 des RUIIM 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 RUIIM et du projet de modification du Règlement 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 considérerait que, puisque le sous-paragraphe e du paragraphe 6.3 des RUIIM 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 différerait 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 RUIIM 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 RUIIM, 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 RUM prévoit 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 RUM) 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

## 7.2 RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

Aucune information.

## 7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION, DES OAR ET D'AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES

### 7.3.1 Consultation

#### **Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») – Modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM »)**

L'Autorité des marchés financiers publie le projet de modifications, déposé par l'OCRCVM, aux RUIM concernant certaines exigences régissant la « liquidité invisible » sur les marchés des titres de participation canadiens. Le projet fait partie d'une stratégie globale relative à la liquidité invisible sur les marchés des titres de participation canadiens, élaborée de concert avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières.

(Les textes sont reproduits ci-après).

#### **Commentaires**

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires doivent en transmettre une copie, au plus tard le 27 octobre 2011, à :

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  
Télécopieur : 514 864-6381

Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

#### **Information complémentaire**

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Élaine Lanouette  
Analyste expert aux OAR  
Direction de la supervision des OAR  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514 395-0337, poste 4356  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4356  
Télécopieur : 514 873-7455  
Courrier électronique : [elaine.lanouette@lautorite.qc.ca](mailto:elaine.lanouette@lautorite.qc.ca)



## AVIS DE L'OCRCVM

**Avis sur les règles  
Avis de consultation**  
RUIM

*Destinataires à l'interne :*  
Affaires juridiques et conformité  
Négociation

*Personne-ressource :*

James E. Twiss  
Vice-président, Politique de la  
réglementation du marché  
N° de téléphone : 416.646.7277  
N° de télécopieur : 416.646.7265  
Courriel : [jtwiss@iiroc.ca](mailto:jtwiss@iiroc.ca)

**Avis n° 11-0225**  
**29 juillet 2011**

### Dispositions concernant la liquidité invisible

#### Récapitulatif

Le présent Avis de l'OCRCVM donne avis que le 29 juin 2011 le conseil d'administration (le « Conseil ») de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») a approuvé la publication, en vue de recueillir des commentaires, de modifications proposées (les « modifications proposées ») aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant certaines exigences régissant la « liquidité invisible » sur les marchés des titres de participation canadiens.

Les modifications proposées :

- définiront un *meilleur cours* pour s'entendre d'un minimum d'un *échelon de cotation* sauf que, lorsque l'écart entre le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* correspond à un *échelon de cotation*, le montant devra être d'un minimum d'un *demi-échelon de cotation*;
- autoriseront l'OCRCVM à désigner une taille minimale pour les ordres qui ne sont pas affichés dans un *affichage consolidé du marché*;



- autoriseraient l'OCRCVM à désigner la taille minimale d'un ordre « iceberg » qui doit être affiché dans un *affichage consolidé du marché*;
- prévoiraient qu'un ordre saisi sur un marché doit être négocié avec les ordres visibles sur ce marché moyennant le même cours avant de pouvoir se négocier avec des ordres invisibles moyennant le même cours sur ce marché;
- exigeraient, sous réserve de certaines exceptions, d'un ordre saisi sur un marché qui se négocie avec un ordre qui n'a pas été affiché dans un *affichage consolidé du marché* :
  - o soit qu'il reçoive un *meilleur cours*,
  - o soit qu'il porte sur plus de 50 unités de négociation *standard* ou soit doté d'une valeur supérieure à 100 000 \$;
- prévoiraient qu'un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* ne peut saisir un ordre sur un marché déterminé s'il sait que le traitement de l'ordre par le marché pourrait faire en sorte que l'ordre ou la transaction en résultant ne soit pas conforme aux RUIM;
- apporteraient un certain nombre d'autres modifications consécutives ou administratives à la définition de *dernier cours vendeur*, aux exigences en vue de la diffusion des ordres et à la déclaration des cours d'exécution d'une transaction.

### Processus d'élaboration des politiques

L'OCRCVM a été reconnu comme organisme d'autoréglementation par les autorités en valeurs mobilières de chacune des provinces canadiennes (les « autorités de reconnaissance ») et, en tant que tel, il est autorisé à agir en qualité de fournisseur de services de réglementation aux fins de la Norme canadienne 21-101 (la « Norme sur le fonctionnement du marché ») et la Norme canadienne 23-101.

En qualité de fournisseur de services de réglementation, l'OCRCVM administre et applique des règles de négociation pour les marchés qui ont retenu ses services<sup>1</sup>. L'OCRCVM a adopté, et les autorités de

<sup>1</sup> Présentement, les services de l'OCRCVM ont été retenus pour agir en qualité de fournisseur de services de réglementation pour la Bourse de Toronto (la « TSX »), la Bourse de croissance TSX (la « BC-TSX ») et Canadian National Stock Exchange (« CNSX »), chacune en qualité de « bourse » aux fins de la Norme sur le fonctionnement du marché (une « bourse »); et pour Alpha Trading Systems (« Alpha »), Bloomberg Tradebook Canada Company, Chi-X Canada ATS Limited (« Chi-X »), Instinet Canada Cross Ltd. (« Instinet ») Liquidnet Canada Inc. (« Liquidnet »), Omega ATS Limited (« Omega ») et TriAct Canada Marketplace LP (exploitant de « MATCH Now »), chacune en qualité de système de négociation parallèle (« SNP »). CNSX exploite présentement un « marché de rechange » connu sous la désignation « Pure Trading », lequel a le droit de négocier des titres qui sont inscrits à la cote d'autres bourses et négocie actuellement des titres cotés à la TSX et à la BC-TSX.



reconnaissance ont approuvé, les RUIM comme règles de négociation en matière d'intégrité qui s'appliquent à tout marché qui retient les services de l'OCRCVM à titre de fournisseur de services de réglementation.

Le Comité consultatif sur les règles du marché (« CCRM ») de l'OCRCVM a passé en revue les modifications proposées avant que le Conseil ne les examine. Le CCRM est un comité consultatif formé de représentants de chacun des marchés pour lesquels l'OCRCVM agit en qualité de fournisseur de services de réglementation, soit les *participants*, les investisseurs institutionnels et les adhérents ainsi que le milieu juridique et de la conformité.

Le libellé des modifications proposées figure en Annexe « A ». Les modifications proposées font partie d'une stratégie globale relative à la liquidité invisible sur les marchés des titres de participation canadiens, laquelle a été élaborée de concert avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et, en conséquence, selon la décision du Conseil, les modifications proposées sont dans l'intérêt public. Des commentaires sont sollicités sur tous les aspects des modifications proposées, y compris les solutions de rechange sur le plan de la politique aux modifications proposées que les auteurs de commentaires jugent préférables et (ou) davantage efficaces afin de parvenir aux objectifs recherchés. Les commentaires devraient être transmis par écrit d'ici le **27 octobre 2011** à la personne suivante :

M<sup>e</sup> James E. Twiss,  
 Vice-président, Politique de réglementation du marché,  
 Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs  
 mobilières,  
 Bureau 900,  
 145, rue King Ouest,  
 Toronto (Ontario) M5H 1J8  
 Télécopieur : 416-646-7265  
 Courriel : jtwiss@iiroc.ca

Un exemplaire devrait également être fourni aux autorités de reconnaissance en le transmettant à la personne suivante :

Susan Greenglass  
 Directrice, Réglementation du marché  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 Bureau 1903, C.P. 55,  
 20, rue Queen Ouest  
 Toronto (Ontario) M5H 3S8  
 Télécopieur : (416) 595-8940



Courriel : [marketregulation@osc.gov.on.ca](mailto:marketregulation@osc.gov.on.ca)

**Les auteurs de commentaires devraient savoir qu'un exemplaire de leur lettre de commentaires sera disponible publiquement sur le site Internet de l'OCRCVM (à l'adresse [www.ocrcvm.ca](http://www.ocrcvm.ca) sous la rubrique « Politiques » et la sous-rubrique « Propositions des marchés/Commentaires ») dès sa réception. Un résumé des commentaires contenus dans chaque présentation sera également inclus dans un futur Avis de l'OCRCVM.**

Après avoir tenu compte des commentaires visant les modifications proposées reçus en réponse au présent Avis de consultation, ainsi que tous commentaires provenant des autorités de reconnaissance, le personnel de l'OCRCVM peut recommander que des révisions soient apportées aux modifications proposées. Si les révisions ne sont pas d'ordre important, le Conseil a autorisé le Président à les approuver pour le compte de l'OCRCVM et les modifications proposées, telles que révisées, seront assujetties à l'approbation des autorités de reconnaissance. Si les révisions sont importantes, les modifications proposées, telles que révisées, seront présentées au Conseil en vue d'une ratification et, si elles sont ratifiées, elles seront publiées de nouveau aux fins de recueillir des commentaires supplémentaires de la part du public.



## Élaboration de propositions pour le marché canadien

### *Document de consultation conjoint des ACVM et de l'OCRCVM*

La publication du présent Avis de l'OCRCVM constitue la prochaine démarche dans le cadre d'un processus qui a débuté à la fin de l'année 2009. Dans 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*<sup>2</sup> (le « Document de consultation »), des commentaires ont été sollicités sur un certain nombre de questions, en particulier l'incidence générale de marchés qui n'offrent de transparence avant les opérations à l'égard d'aucuns ordres (les « marchés opaques »), l'introduction de nouveaux types d'ordres non transparents et l'arrivée de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres. Le Document de consultation a analysé ces questions et leur incidence éventuelle sur les marchés canadiens, y compris leur incidence sur la liquidité des marchés, la transparence, la formation des cours, l'équité et l'intégrité<sup>3</sup>. Les ACVM et l'OCRCVM ont reçu 23 lettres en réponse au Document de consultation, de la part de divers intervenants, notamment des marchés, des représentants d'investisseurs et de courtiers et des associations sectorielles.

### *Forum sur la liquidité invisible*

Le 23 mars 2010, les ACVM et l'OCRCVM ont organisé un forum afin de discuter des questions soulevées dans le cadre du Document de consultation et les lettres de réponse qui y avaient été faites (le « Forum »). Les thèmes analysés dans le cadre du Forum comprenaient les suivants :

- 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;
- 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 et l'internalisation du flux d'ordres;
- les marchés opaques qui transmettent des indications d'intérêt pour attirer des flux d'ordres;

<sup>2</sup> Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6, n° 39, p. 212 (2 octobre 2009).

<sup>3</sup> Voir le Document de consultation à la p. 215.



- la question de savoir s'il est équitable qu'un marché utilise un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres exclusif qui a accès à de l'information à laquelle les autres participants au marché n'ont pas accès.

De plus amples renseignements concernant le Forum figurent dans l'Avis conjoint 23-308 du personnel 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* publié le 28 mai 2010. Cet Avis comportait une discussion des initiatives en cours, des suites à donner qui ont été proposées afin d'aborder certaines des questions et un récapitulatif des commentaires reçus en réponse au Document de consultation.

### **Énoncé de position conjoint des ACVM et de l'OCRCVM**

Le 19 novembre 2010, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié 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* (l'« Énoncé de position »)<sup>4</sup>. L'Énoncé de position énonce la position adoptée par les ACVM et l'OCRCVM à l'égard des questions suivantes :

- Dans quelles circonstances faudrait-il dispenser les marchés opaques ou les marchés offrant des ordres invisibles des obligations de transparence avant les opérations prévues par le Règlement 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?
- Qu'est-ce qu'une amélioration du cours « significative »?

Les recommandations faites dans l'Énoncé de position concernant ces quatre questions étaient les suivantes :

<sup>4</sup> Avis 10-0303 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIM - *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* (19 novembre 2010).



- La seule exception aux obligations de transparence avant les opérations devrait être réservée aux ordres qui atteignent le seuil de taille minimale.
- Il devrait être possible d'exécuter au meilleur cours acheteur et vendeur national deux ordres invisibles qui remplissent les conditions de l'exception pour taille minimale. Une amélioration significative du cours devrait être obligatoire dans tous les autres cas, y compris l'exécution de tout ordre n'indiquant pas qu'il y a recours à cette exception.
- Les ordres visibles sur un marché devraient être exécutés avant les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché, mais une exception pourrait être faite lorsqu'il est possible d'exécuter à ce cours deux ordres invisibles qui atteignent le seuil de taille minimale.
- Une amélioration significative du cours est une amélioration d'au moins un échelon de cotation au sens des RUIIM par rapport au meilleur cours vendeur et acheteur national, sauf lorsque l'écart du meilleur cours vendeur et acheteur national est déjà un échelon de cotation, auquel cas l'amélioration significative du cours s'établit au point médian de l'écart.

### **Réponse conjointe des ACVM et de l'OCRCVM**

Un total de 20 commentaires ont été reçus à l'égard de l'Énoncé de position. Ces commentaires, et les réponses des ACVM et de l'OCRCVM, ont été résumés dans l'Annexe « A » de l'Avis 11-0226 de l'OCRCVM (l'« Avis conjoint »)<sup>5</sup>. Il y a lieu de consulter l'Avis conjoint pour un survol davantage détaillé des facteurs de politique qui sous-tendent les modifications proposées. L'Avis conjoint renferme également une analyse du rapport définitif du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV ») intitulé « Principes on Dark Liquidity », qui énonce des principes afin d'aider les autorités en valeurs mobilières à aborder les questions concernant la liquidité invisible.

### **Résumé des modifications proposées**

Le texte qui suit constitue un résumé des modifications proposées :

<sup>5</sup> Avis 11-0226 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - 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 à la liquidité invisible sur le marché canadien (29 juillet 2011).



### **Définition de « meilleur cours »**

À l'heure actuelle, les RUIM définissent un *meilleur cours* tout simplement comme un cours inférieur au *meilleur cours vendeur*, s'il s'agit d'un achat, et d'un cours supérieur au *meilleur cours acheteur*, s'il s'agit d'une vente. L'expression *meilleur cours* serait redéfinie afin d'exiger une amélioration du cours d'au moins un *échelon de cotation*, sauf lorsque l'écart entre le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* est inférieur à un *échelon de cotation*, auquel cas un demi-échelon serait accepté. La définition révisée fixerait le montant minimal de l'amélioration du cours qui serait acceptable pour les ordres « de petite envergure » lorsqu'ils sont exécutés contre un « ordre invisible » (soit 50 *unités de négociation standard* ou moins, ce qui correspond à 5 000 unités d'un titre se négociant à 1,00 \$ ou plus l'unité, à 25 000 unités d'un titre se négociant à 0,10 \$ ou plus l'unité et à moins de 1,00 \$ et à 50 000 unités lorsque le titre se négocie à moins de 0,10 \$ l'unité).

La définition révisée s'appliquerait également aux exigences en vertu de la Règle sur la diffusion des ordres (la Règle 6.3 qui permet que des ordres de petite envergure soient dispensés d'une saisie immédiate sur un marché s'ils sont exécutés moyennant un *meilleur cours*) et aux termes de la Règle sur les transactions pour compte propre (la Règle 8.1 qui exige que les transactions pour compte propre faisant intervenir des ordres de petits clients soient effectuées moyennant un *meilleur cours* afin d'éviter des conflits) et les modifications procureraient une plus grande certitude dans l'application de ces règles. La définition révisée indique clairement qu'un *meilleur cours* s'applique à l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre. Par exemple, un *meilleur cours* ne serait pas obtenu si un ordre visant 1 000 actions d'un titre était exécuté moyennant deux transactions visant 100 actions qui obtiendraient une amélioration de cours de 0,01 \$ et le solde de 900 actions était exécuté moyennant le *meilleur cours acheteur* et *vendeur national*. Pour être considéré un *meilleur cours*, toutes les 1 000 actions doivent être exécutées moyennant une amélioration du cours minimale de 0,01 \$.

### **Définition d'« ordre invisible »**

Les modifications proposées ajouteraient une définition d'« ordre invisible » qui servirait dans le cadre d'un certain nombre de dispositions de fonds des RUIM portant sur :

- la taille des *ordres invisibles*;
- la priorité d'exécution;



- les obligations en matière d'amélioration du cours.

Cependant, l'expression *ordre invisible* serait définie d'une manière à ce qu'une désignation réglementaire distincte d'un ordre ne soit pas exigée. Plutôt, les types d'ordres et la fonctionnalité établis par chaque marché décideraient si un ordre déterminé saisi sur ce marché serait ou non réputé constituer un *ordre invisible*. Un ordre dont aucune partie n'est affichée au moment de la saisie sur un marché dans un *affichage consolidé du marché* constituerait un *ordre invisible* mais tout ordre qui peut être immédiatement exécuté au moment de sa saisie ou qui constitue un type d'ordre « hors des circuits habituels » qui peut être exécuté moyennant un cours qui est marge de l'écart entre le *meilleur cours vendeur/meilleur cours acheteur* serait exclu de la définition d'*ordre invisible*.

Les modifications proposées ajouteraient la définition suivante d'*ordre invisible* :

**ordre invisible** S'entend d'un ordre dont, au moment de la saisie sur un marché, aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché, à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché qui :

- a) fait partie d'une application intentionnelle;
- b) est un ordre au mieux;
- c) est un ordre à cours limité qui, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, est immédiatement exécuté dans son intégralité sur un ou plusieurs marchés au moment de sa saisie;
- d) est un ordre de base;
- e) est un ordre au cours de clôture;
- f) est un ordre au dernier cours;
- g) est un ordre au premier cours;
- h) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

Il importe d'observer qu'un *ordre au cours du marché* est réputé constituer un *ordre invisible*. En règle générale, un ordre de petite envergure qui est exécuté contre un *ordre au cours du marché* devrait bénéficier de l'« amélioration du cours » sous forme d'une exécution moyennant un *meilleur cours*. Il importe également de noter qu'un ordre de réserve ou ordre « iceberg » (dont une partie est affichée dans un *affichage consolidé du marché*) ne sera pas réputé constituer un *ordre invisible* et, ainsi, la partie cachée de l'ordre ne serait pas tenue de bénéficier d'une « amélioration du cours » au moment de l'exécution.



### **Définition de « dernier cours vendeur »**

À l'heure actuelle, les RUIM définissent le *dernier cours vendeur* comme le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une *unité de négociation standard* d'un titre donné indiqué dans un *affichage consolidé du marché* mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :

- un *ordre de base*;
- un *ordre au cours du marché*;
- un *ordre au dernier cours*;
- un *ordre assorti de conditions particulières* sauf si l'*ordre assorti de conditions particulières* a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un *ordre assorti de conditions particulières*;
- un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume*.

Cette définition envisage que le *dernier cours vendeur* sera fixé moyennant un *échelon de cotation*. En conséquence de l'introduction projetée, en vertu des modifications proposées, d'une nouvelle définition de *meilleur cours*, les RUIM reconnaîtront expressément que les transactions peuvent être exécutées (et déclarées) moyennant une fraction d'un *échelon de cotation*. Pour cette raison, les modifications proposées réviseront la définition de *dernier cours vendeur* afin de prévoir que, si la transaction s'est exécutée moyennant un cours autre qu'un *échelon de cotation*, le cours sera arrondi à l'*échelon de cotation* le plus proche et que, si la transaction s'est exécutée moyennant la moitié d'un *échelon de cotation*, ce cours sera arrondi au prochain *échelon de cotation* supérieur.

Présentement, la notion de *dernier cours vendeur* sert dans un certain nombre d'exigences prévues dans les RUIM, notamment :

- l'utilisation du *dernier cours vendeur* dans un affichage consolidé lors d'un *jour de bourse* afin d'établir la taille de l'*unité de négociation standard* qui s'applique au titre donné le *jour de bourse* qui suit immédiatement;
- la prise en compte du *dernier cours vendeur* afin d'établir si un cours déterminé est « factice » et contraire à la Règle 2.2 des RUIM;
- l'exigence qu'une *vente à découvert*, sous réserve de certaines exceptions, soit exécutée moyennant un cours qui n'est pas



inférieur au *dernier cours vendeur* conformément à la Règle 3.1 des RUIM<sup>6</sup>;

- la prise en compte du *dernier cours vendeur* afin d'établir si le cours qu'un *participant* fournit à un client dans le cadre d'une transaction pour compte propre constitue le *meilleur cours disponible*.

L'utilisation d'*échelons de cotation* dans le cadre du *dernier cours vendeur* simplifie le respect de ces dispositions, particulièrement lorsqu'un *participant* ou un marché a automatisé la surveillance, comme c'est le cas actuellement avec la conformité au « critère quant au cours » pour les ventes à découvert. Indépendamment des fractions d'un *échelon de cotation* selon lesquelles un ordre peut s'exécuter sur un marché, les RUIM exigent que tous les ordres saisis sur un marché le soient moyennant un *échelon de cotation* intégral.

#### **Précisions quant aux exigences relatives à la Règle sur la diffusion des ordres**

Les modifications proposées préciseraient la Règle 6.3 des RUIM (la « Règle sur la diffusion des ordres »). Étant donné que les marchés « transparents » peuvent introduire des *ordres invisibles*, les exigences aux termes de la Règle sur la diffusion des ordres seraient modifiées afin de garantir que tout ordre qui doit être saisi sur un marché transparent l'est « en vue d'un affichage » dans un *affichage consolidé du marché*. Aux termes des modifications proposées, un *ordre client* « de petite envergure » ne pourrait être saisi sur un marché transparent à titre d'*ordre invisible* sauf directive ou consentement exprès du client.

#### **Exigences de taille à l'égard des ordres invisibles et ordres iceberg**

Les ACVM se sont proposées de modifier la Norme canadienne 21-101 afin de permettre à un fournisseur de services de réglementation de désigner la taille minimale d'un *ordre invisible*<sup>7</sup>. Les modifications

<sup>6</sup> L'OCRCVM s'est proposé d'abroger le « critère quant au cours » aux termes de la Règle 3.1 des RUIM. Se reporter à l'Avis 11-075 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIM - Dispositions se rapportant à la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées (25 février 2011).

<sup>7</sup> Projets de règlements des Autorités canadiennes en valeurs mobilières modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et le Règlement 23-101 sur les règles de négociation, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 18 mars 2011 - Vol. 8, n° 11, p. 456. En discutant de la raison d'être politique pour cette modification proposée au paragraphe 2 de l'article 7.1 du Règlement 21-101, les ACVM ont déclaré ce qui suit :

Nous nous reconnaissons (*sic*) que jusqu'à présent, l'activité sur ces marchés a plutôt été limitée et qu'il n'y a aucun élément prouvant que la liquidité invisible ait eu un effet négatif sur les marchés financiers canadiens. Nous croyons toutefois qu'il est important et



proposées ajouteraient la Règle 6.5 aux RUIIM et procureraient à l'OCRCVM le pouvoir déterminé d'effectuer une telle désignation. Afin d'éviter la manipulation éventuelle de cette disposition et de l'exigence que les *ordres invisibles* procurent une amélioration du cours dans certains cas, le projet de Règle 6.5 prévoirait qu'un ordre « iceberg » doit afficher au moins une *unité de négociation standard* ou la taille plus importante que désigne l'OCRCVM.

Avant que l'OCRCVM ne se propose de désigner un certain nombre d'unités d'un titre aux fins de la Règle 6.5, ou d'en modifier la désignation, l'OCRCVM consulterait avec les autorités en valeurs mobilières compétentes et l'OCRCVM publierait un avis sollicitant des commentaires de la part du public au cours d'une période qui ne serait pas inférieure à 30 jours à compter de la date de publication de l'avis. En prenant pour hypothèse que les autorités en valeurs mobilières compétentes aient approuvé la désignation ou la modification de la désignation, l'OCRCVM publierait un avis du nombre d'unités d'un titre qui ont été désignées aux fins des alinéas a) ou b) de la Règle 6.5 ainsi que la date de prise d'effet de la désignation qui ne pourrait être plus tôt que 10 *jours de bourse* suivant la date de publication de l'avis.

Jusqu'à ce que l'OCRCVM désigne une taille minimale à l'égard d'un *ordre invisible*, un *ordre invisible* peut être de n'importe quelle taille. Cependant, l'incidence de la Règle sur la diffusion des ordres signifie qu'un *ordre client* visant l'achat ou la vente de 50 *unités de négociation standard* ou moins d'un titre qui n'est pas immédiatement exécuté moyennant un *meilleur cours* ou par ailleurs dispensé des exigences de la Règle sur la diffusion des ordres<sup>8</sup> ne

---

opportun d'établir un cadre réglementaire qui nous permette de réagir rapidement à l'évolution future du marché. C'est la raison pour laquelle nous proposons, dans le cadre du projet de modification du Règlement 21-101, d'établir que les règles de transparence prévues dans le Règlement 21-101 ne s'appliquent pas aux ordres atteignant la taille minimale établie par un fournisseur de services de réglementation. Toutefois, à l'heure actuelle, nous ne proposons pas de seuil de taille minimale. Si un seuil est proposé ultérieurement, il sera fixé selon le processus habituel de consultation. L'OCRCVM et nous-mêmes continuerons de surveiller le niveau d'activité sur les marchés non transparents et son incidence sur la formation des cours pour décider du moment approprié, s'il y a lieu de le faire, pour proposer un seuil de taille minimale.

<sup>8</sup> La Règle 6.3 - *Diffusion des ordres clients* exige qu'un ordre visant 50 unités de négociation ou moins doit être immédiatement saisi sur un marché transparent à moins d'être par ailleurs dispensé. Au nombre des dispenses autorisées, il y a les suivantes :

- a) le client a donné des directives expresses différentes;
- b) l'ordre est exécuté immédiatement à un meilleur cours;
- c) l'ordre est retourné pour en confirmer les conditions;
- d) l'ordre est conservé en attendant l'obtention d'une confirmation qu'il respecte les exigences applicables en matière de valeurs mobilières;
- e) en fonction des conditions du marché, la saisie de l'ordre ne serait pas dans l'intérêt du client;
- f) l'ordre est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$;
- g) l'ordre fait partie d'une transaction qui doit être effectuée conformément à la Règle 6.4 autrement qu'au moyen de la saisie sur un marché;



peut être saisi sur un marché à titre de *d'ordre invisible* qu'avec la directive ou le consentement exprès du client. En outre, les *ordres invisibles* visant 50 *unités de négociation standard* ou moins peuvent être saisis sur un marché par l'un des comptes ou l'une des personnes suivants ou pour leur compte :

- un *compte propre*;
- un *compte non client*;
- une *personne ayant droit d'accès* (essentiellement, un adhérent à un système de négociation parallèle qui n'est pas un courtier);
- un *compte client* si l'ordre saisi en tant qu'*ordre invisible* fait partie d'un *ordre client* plus important visant le titre déterminé qui, lorsqu'il est fourni au *participant*, visait plus de 50 *unités de négociation standard*.

#### **Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible**

Aux termes des modifications proposées, tout ordre qui est négocié en tant qu'*ordre invisible* serait tenu de bénéficier d'une amélioration du cours dans le cadre de l'exécution sauf si l'ordre, tel qu'il a été saisi sur un marché, visait plus de 50 *unités de négociation standard* ou était assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$. Si l'ordre respectait l'une ou l'autre de ces exigences, l'ordre pourrait être négocié avec l'*ordre invisible* moyennant le cours du marché à la condition qu'aucuns ordres affichés n'étaient disponibles sur ce marché moyennant le cours du marché<sup>9</sup>. Si l'ordre tel que saisi sur le marché dépasse les paramètres de taille, toute partie de l'ordre qui n'est pas exécutée contre des ordres visibles sur ce marché peut être exécutée contre un *ordre invisible* à la condition qu'il n'y ait aucuns ordres visibles sur ce marché moyennant ce cours et qu'il n'existe aucuns ordres visibles moyennant un *meilleur cours* sur un autre marché. L'incidence de cette disposition procure une priorité d'exécution aux ordres visibles sur un marché moyennant le même cours que les *ordres invisibles*. Aux termes des modifications

---

h) le client a demandé que l'ordre soit saisi sur un marché sous l'une des formes suivantes ou y a consenti : 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>9</sup> Si les modifications proposées sont adoptées, l'orientation antérieure fournie par l'OCRCVM qui veut que les ordres « acheminés à un marché, à une installation ou à une fonction non transparent afin d'établir s'il existe de la liquidité sur ce marché, sur cette installation ou sur cette fonction moyennant des cours qui sont identiques ou supérieurs à ceux qui sont affichés dans un affichage consolidé du marché respecteraient les exigences de la Règle 6.3 » serait abrogée puisque de tels ordres ne seraient pas en mesure d'être exécutés moyennant le « même » cours affiché dans un affichage consolidé du marché. Voir la réponse à la question 1 en vertu de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-019 - Orientation - Saisie d'ordres clients sur des marchés, des installations et des fonctions non transparents (21 septembre 2007).



proposées, un ordre « d'envergure » saisi sur un marché sera en mesure d'obtenir une exécution contre un *ordre invisible* moyennant un prix déterminé même si des ordres visibles peuvent être affichés sur d'autres marchés moyennant ce cours.

Il existe un certain nombre d'exceptions supplémentaires si l'ordre qui se négocie avec l'*ordre invisible* est l'un des ordres « hors des circuits habituels » qui peuvent par ailleurs se négocier en marge de l'écart entre le *meilleur cours vendeur* et *meilleur cours acheteur* (soit : un *ordre de base*, un *ordre au cours du marché*, un *ordre au dernier cours*, un *ordre au cours de clôture*, un *ordre au premier cours* ou un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume*).

La partie cachée d'un ordre « iceberg » n'est pas réputée constituer un *ordre invisible* étant donné qu'au moins une *unité de négociation standard* de l'ordre iceberg doit être affichée dans un *affichage consolidé du marché* et, par conséquent, contribuer directement au mécanisme de formation des cours en étant admissible à établir le *meilleur cours vendeur* ou le *meilleur cours acheteur* aux fins des RUIM. Pour cette raison, la partie cachée de l'ordre iceberg n'est pas tenue de fournir une amélioration du cours.

### ***Incapacité de se fier à la fonctionnalité du marché***

Les modifications proposées ajouteraient une nouvelle disposition aux RUIM qui interdirait à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* de se fier à la fonctionnalité du marché s'ils savent que ceci se soldera par le fait qu'un ordre ou une transaction ne respecte pas les RUIM. Un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* violerait les RUIM s'il saisit un ordre sur un marché et sait ou devrait raisonnablement savoir que la fonctionnalité de ce marché permettrait que l'ordre soit exécuté contre un *ordre invisible* sans bénéficier d'une amélioration du cours ou sans procurer la priorité aux ordres visibles sur ce marché dans le même sens du marché. Cette disposition est fondée sur l'orientation actuelle qu'a publiée l'OCRCVM (en particulier dans le cadre de marchés « figés » et « croisés »<sup>10</sup>) concernant l'obligation qui incombe au *participant* ou à la *personne ayant droit d'accès* lorsqu'il saisit des ordres sur un marché déterminé.

L'OCRCVM reconnaît que les marchés offrent présentement une fonctionnalité et des types d'ordres qui ne garantiraient pas une amélioration du cours suffisante pour constituer un *meilleur cours*

<sup>10</sup> En particulier, voir la réponse à la question 8 de l'Avis 11-0043 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Note d'orientation - RUIM - Orientation sur les marchés « figés » et « croisés » (1<sup>er</sup> février 2011).



aux fins des modifications proposées<sup>11</sup>. Si les modifications proposées sont adoptées, chaque marché serait tenu de garantir que la fonctionnalité de ses systèmes et ses types d'ordres soit conforme aux exigences prévues dans les modifications proposées à l'égard des cours des transactions et la priorité d'exécution, sinon les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès* ne pourraient se servir de cette fonctionnalité ou de ces types d'ordres. (Voir la rubrique « Incidences technologiques et plan de mise en œuvre ».)

### **Cours d'exécution des ordres**

En fonction de la modification proposée à la définition de *meilleur cours* aux termes des modifications proposées, les RUIIM reconnaîtront expressément que les transactions peuvent être exécutées moyennant une fraction d'un *échelon de cotation*. Les marchés, y compris les marchés transparents, seraient en mesure de lancer d'autres types d'ordres ou fonctionnalités qui permettraient l'exécution d'ordres moyennant un *meilleur cours*. Par exemple, lorsque l'écart entre le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* se situe à un *échelon de cotation*, les exécutions pourraient se réaliser moyennant le point médian. Les marchés pourraient fournir une fonctionnalité pour les ordres moyennant le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* afin d'indiquer une volonté d'exécution au cours médian ou à toute autre niveau de cours qui procurerait une amélioration du cours dans les deux sens de l'opération.

Pour cette raison, les modifications proposées réviseraient les dispositions concernant la déclaration du cours d'une transaction afin de permettre la déclaration de toute transaction (et non seulement le cours de la transaction d'un *ordre de base*, d'un *ordre au cours du marché* ou d'un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume* selon ce qui est présentement envisagé par la politique actuelle prise aux termes de la Politique 6.1) si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information l'autorise, moyennant l'échelon établi par le marché en vue de l'exécution. Si l'agent de traitement de l'information ou le fournisseur d'information n'autorise pas la déclaration de tels *échelons de cotation* partiels, le cours de la transaction affiché sera arrondi au prochain *échelon de cotation* et, si la transaction est exécutée moyennant la moitié d'un *échelon de cotation*, le cours

<sup>11</sup> Par exemple, MATCH Now offre présentement une amélioration du cours minimale de 20 % de l'écart. Lorsque cette fonctionnalité a initialement été approuvée, l'écart moyen entre le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* se situait à environ 0,05 \$, ce qui se traduisait par une amélioration du cours d'environ 0,01 \$. Depuis le lancement de MATCH Now, l'écart à l'égard des titres les plus liquides a diminué considérablement et, pendant des parties importantes d'un *jour de bourse*, pourrait se situer aussi peu qu'à un *échelon de cotation* unique. La définition proposée de *meilleur cours* tente de garantir qu'il y ait une amélioration du cours significative par rapport au cours d'ordres transparents indépendamment de l'évolution de l'écart moyen à l'égard de titres.



sera arrondi au prochain échelon de cotation supérieur.

## **Écarts des recommandations faites dans l'Énoncé de position**

### **Définition d'ordre invisible**

Dans l'Énoncé de position, l'expression *ordre invisible* se définissait comme suit : « tout ordre qui est saisi sans transparence avant les opérations sur un marché ». Les RUIM sont structurées de façon générale afin d'imposer des obligations au moment de la saisie d'un ordre sur un marché ou au moment de l'exécution d'une transaction. Afin de tenir compte de la structure des RUIM, une définition davantage précise d'*ordre invisible* est incluse dans les modifications proposées. La définition proposée confirme que les *ordres au mieux* et certains *ordres à cours limité* seront exclus de la définition si les ordres seraient immédiatement exécutés au moment de leur saisie sur un marché, ainsi empêchant que les ordres soient diffusés dans un affichage consolidé. La définition d'un *ordre invisible* dans les modifications proposées exclut également certains ordres hors des circuits habituels à l'égard desquels le cours d'exécution n'est pas connu au moment de la saisie et qui sont autorisés à être exécutés en marge du meilleur cours acheteur et vendeur national conformément aux modalités de la Règle sur la protection des ordres. Aux termes des RUIM, ces ordres hors des circuits habituels comprennent les suivants : un *ordre de base*, un *ordre au dernier cours*, un *ordre au cours de clôture*, un *ordre au premier cours* et un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume*.

### **Exigence de taille minimale pour les ordres invisibles**

L'une des recommandations faites dans l'Énoncé de position était qu'une dispense des exigences en matière de transparence avant les opérations ne soit disponible que pour les ordres qui respectent un seuil de taille minimale. L'Énoncé de position n'a pas fait de recommandations concernant la taille convenable d'un ordre en vue de l'obtention de la dispense des exigences en matière de transparence avant les opérations. L'Énoncé de position sollicitait des commentaires déterminés sur la question de ce qui constituerait une taille convenable. En fonction des réponses reçues, les ACVM ont décidé de ne pas établir d'exigence de taille minimale pour l'instant mais les ACVM se sont proposées de modifier la Norme sur le fonctionnement du marché afin de prévoir qu'un tel seuil peut être établi par le fournisseur de services de réglementation, soit



présentement l'OCRCVM<sup>12</sup>. Les modifications proposées mettraient en œuvre la Règle 6.5 des RUIIM qui permettrait à l'OCRCVM de désigner une taille minimale à l'égard d'un *ordre invisible*. Les modifications proposées prévoiraient également qu'un ordre « iceberg » doit afficher au moins une *unité de négociation standard* ou la taille plus importante que peut désigner l'OCRCVM.

Aucune désignation d'une taille minimale à l'égard d'ordres *invisibles* ou de la partie affichée d'ordres iceberg ne serait faite au moment de l'approbation des modifications proposées. Cependant, au cours de mois à venir, les ACVM et l'OCRCVM examineront le marché canadien et surveilleront son évolution ainsi que les démarches réglementaires adoptées dans d'autres territoires afin de décider du seuil déterminé quant à la taille qui s'impose à l'égard des ordres *invisibles*. L'OCRCVM n'effectuerait de telles désignations qu'après consultation du public et l'obtention de l'approbation des ACVM.

#### **Amélioration du cours**

La recommandation faite dans l'Énoncé de position était qu'un *ordre invisible* devait fournir une amélioration du cours significative sauf lorsqu'il était négocié avec un autre *ordre invisible* qui respectait les exigences minimales quant à la taille. Aux termes des modifications proposées, tout *ordre invisible*, indépendamment de sa taille, aurait la faculté de négocier :

- à la condition que l'autre ordre bénéficie d'un *meilleur cours*;
- moyennant le meilleur cours acheteur ou vendeur national si l'autre ordre, au moment de sa saisie sur le marché, visait moins de 50 *unités de négociation standard* ou était assorti d'une valeur inférieure à 100 000 \$.

Cette modification par rapport à la recommandation figurant dans l'Énoncé de position garantit que les ordres visibles sur le même marché bénéficient de la priorité d'exécution par rapport aux *ordres invisibles* moyennant le même cours, tout en fournissant une plus grande possibilité d'exécution des *ordres invisibles*.

<sup>12</sup> Voir le paragraphe 2 de l'article 7.1 des modifications proposées au Règlement 21-101. Projets de règlements des Autorités canadiennes en valeurs mobilières modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et le Règlement 23-101 sur les règles de négociation, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 18 mars 2011 - Vol. 8, n° 11, p. 456.



### Résumé de l'incidence des modifications proposées

Le texte qui suit résume les incidences les plus importantes découlant de l'adoption des modifications proposées. Les modifications proposées :

- garantirait que les ordres visibles sur un marché bénéficient d'une priorité d'exécution par rapport aux *ordres invisibles* sur ce marché moyennant le même cours;
- exigeraient que les *ordres invisibles* procurent une amélioration significative du cours sauf lorsqu'ils sont exécutés contre des ordres « d'envergure »;
- prévoiraient que l'amélioration significative du cours correspond à au moins un *échelon de cotation* et, lorsque le marché affiché indique un écart d'un seul *échelon de cotation*, au moins la moitié d'un *échelon de cotation*.

### Incidences technologiques et plan de mise en œuvre

Les modifications proposées permettraient à l'OCRCVM d'imposer des obligations aux *participants* et aux *personnes ayant droit d'accès* concernant les exigences quant à la taille minimale pour les *ordres invisibles* et les parties affichées d'ordres iceberg. Les modifications proposées exigeraient également, sous réserve de certaines exceptions, que les ordres qui sont exécutés contre des *ordres invisibles* bénéficient d'une amélioration du cours et que les ordres visibles sur le même marché bénéficient d'une priorité d'exécution par rapport aux *ordres invisibles* moyennant le même cours.

Les incidences technologiques des modifications proposées pour les *participants*, les *personnes ayant droit d'accès*, les marchés ou les fournisseurs de services sont les suivantes :

- il n'y aurait aucune incidence sur les systèmes des marchés transparents qui ne prévoient pas l'affichage d'*ordres invisibles* ou d'ordres iceberg de moins d'une *unité de négociation standard*;
- étant donné que les modifications proposées n'exigent pas la désignation d'*ordres invisibles*, il ne devrait y avoir aucune incidence sur les systèmes des *participants*, des *personnes ayant droit d'accès* ou des fournisseurs de services;
- les « marchés opaques » et les marchés transparents qui autorisent l'affichage d'*ordres invisibles* ou d'ordres iceberg de moins d'une *unité de négociation standard* seraient tenus de



garantir que leur fonctionnalité du système de négociation prévoie :

- la priorité d'exécution pour les ordres visibles sur leur marché par rapport aux *ordres invisibles* sur le marché moyennant le même cours;
- une amélioration significative du cours d'au moins un *échelon de cotation* (à la condition que, lorsque le marché affiché est assorti d'un écart de seulement un *échelon de cotation*, au moins la moitié d'un *échelon de cotation*) pour les ordres (à l'exception des ordres « d'envergure ») qui sont exécutés contre des *ordres invisibles*.

L'OCRCVM s'attendrait à ce que, si les modifications proposées sont approuvées par les autorités de reconnaissance, les modifications entrent en vigueur à la date à laquelle l'OCRCVM publie un avis de l'approbation mais la mise en œuvre serait retardée pendant cent quatre-vingts (180) jours suivant la date de la publication de l'avis d'approbation par l'OCRCVM.

### Questions

Même si des commentaires sont sollicités sur tous les aspects des modifications proposées, des commentaires sont expressément sollicités sur les questions suivantes :

1. Si les restrictions selon lesquelles une vente à découvert peut être effectuée sont abrogées, les autres utilisations du *dernier cours vendeur* aux termes des RUIM justifient-elles le maintien de la restriction comme quoi le *dernier cours vendeur* doit constituer un *échelon de cotation* intégral?
2. À l'heure actuelle, les RUIM prévoient que le cours de tous les ordres saisis sur un marché doit être fixée moyennant un *échelon de cotation*. Avec l'adoption de la définition du *meilleur cours* qui permettra aux ordres d'être négociés moyennant des *échelons de cotation* partiels, les RUIM devraient-elles permettre la saisie d'une « application intentionnelle dotée d'un meilleur cours » moyennant l'*échelon de cotation* partiel afin de favoriser le respect de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » prévue dans la Règle sur la diffusion des ordres (Règle 6.3) et dans la Règle sur les transactions pour compte propre (Règle 8.1)?



### **Annexes**

- L'Annexe « A » énonce le libellé des modifications proposées aux RUIM concernant la liquidité invisible;
- L'Annexe « B » renferme le libellé des dispositions pertinentes des RUIM telles qu'elles se liraient à l'adoption des modifications proposées.



## Annexe « A »

### Dispositions concernant la liquidité invisible

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. La Règle 1.1 est modifiée par :
  - a) la suppression de la définition de « meilleur cours » et son remplacement par ce qui suit :
 

**meilleur cours** S'entend, à l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre visant un titre donné, d'un cours :

    - a) inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours vendeur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'un achat; toutefois, si le meilleur cours acheteur est d'un échelon de cotation inférieur au meilleur cours vendeur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation inférieur;
    - b) supérieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours acheteur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'une vente; toutefois, si le meilleur cours vendeur est d'un échelon de cotation supérieur au meilleur cours acheteur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation supérieur.
  - b) l'ajout de la définition suivante d'« ordre invisible » :
 

**ordre invisible** S'entend d'un ordre dont, au moment de la saisie sur un marché, aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché, à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché qui :

    - a) fait partie d'une application intentionnelle;
    - b) est un ordre au mieux;
    - c) est un ordre à cours limité qui, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, est immédiatement exécuté dans son intégralité sur un ou plusieurs marchés au moment de sa saisie;
    - d) est un ordre de base;
    - e) est un ordre au cours de clôture;



- f) est un ordre au dernier cours;
  - g) est un ordre au premier cours;
  - h) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.
- c) la modification de la définition de « dernier cours vendeur » en y insérant, immédiatement après le mot « marché » dans la partie introductive, la phrase « pourvu que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours autre qu'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation supérieur et que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours correspondant à la moitié d'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche ».
2. La Règle 6.3 est modifiée par l'ajout, à l'alinéa (1), de la phrase « aux fins d'affichage » immédiatement après le mot « immédiatement ».
3. La Partie 6 est modifiée par l'ajout de la Règle 6.5 qui suit :
- Exigences liées à la taille minimale de certains ordres saisis sur un marché**
- Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre d'achat ou de vente d'un titre sur un marché si l'une des conditions suivantes existe :
- a) l'ordre est un ordre invisible et ne dépasse pas le nombre d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition;
  - b) moins d'une unité de négociation standard de l'ordre ou un nombre plus important d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition sera indiqué dans un affichage consolidé du marché au moment de la saisie de l'ordre sur le marché et à tout moment antérieur à l'exécution intégrale de l'ordre.
4. La Partie 6 est modifiée par l'ajout de la Règle 6.6 qui suit :



### **Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible**

- (1) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès saisit sur un marché un ordre d'achat ou de vente d'un titre, cet ordre peut être exécuté au moyen d'un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté moyennant l'un des cours suivants :
- a) le meilleur cours;
  - b) le meilleur cours vendeur, s'il s'agit d'un achat, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :
    - (i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,
    - (ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre de vente du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours vendeur;
  - c) le meilleur cours acheteur, s'il s'agit d'une vente, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :
    - (i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,
    - (ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre d'achat du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours acheteur.
- (2) L'alinéa (1) ne s'applique pas si l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès est l'un des ordres suivants :
- a) un ordre de base;
  - b) un ordre au cours du marché;
  - c) un ordre au cours de clôture;
  - d) un ordre au dernier cours;
  - e) un ordre au premier cours;



f) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

5. La Partie 7 est modifiée par l'ajout de la Règle 7.12 qui suit :

**Interdiction de se fier à la fonctionnalité du marché**

Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre sur un marché donné s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que le traitement de l'ordre par le marché et par les systèmes de négociation du marché pourrait faire en sorte que l'affichage ou l'exécution de l'ordre ne soit pas conforme à l'une des exigences applicables des RUIM.

Les Politiques prises aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. L'article 1 de la Politique 6.1 est supprimé et remplacé par le texte suivant :

**Article 1 - Prix d'exécution des ordres**

Un ordre peut être exécuté moyennant l'échelon de prix selon ce qui est établi par le marché en vue de l'exécution d'un tel ordre, à la condition que, et sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le contraire, le marché déclare le prix selon lequel la transaction a été exécutée à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche et, dans l'éventualité où le prix donne lieu à la moitié d'un échelon de cotation, il soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche.



## Annexe « B »

## Libellé des RUIM compte tenu de l'adoption des modifications proposées concernant la liquidité invisible

Libellé des dispositions après l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles soulignées afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><b>meilleur cours</b> S'entend, à l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre visant un titre donné, d'un cours :</p> <p>a) inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours vendeur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'un achat; toutefois, si le meilleur cours acheteur est d'un échelon de cotation inférieur au meilleur cours vendeur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation inférieur;</p> <p>b) supérieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours acheteur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'une vente; toutefois, si le meilleur cours vendeur est d'un échelon de cotation supérieur au meilleur cours acheteur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation supérieur.</p>	<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><b>meilleur cours</b> S'entend, à l'égard <del>d'un</del> <u>de chaque transaction découlant d'un ordre visant un</u> titre donné, d'un cours :</p> <p>a) inférieur <u>d'au moins un échelon de cotation</u> au meilleur cours vendeur <u>au moment de la saisie de l'ordre sur un marché</u>, s'il s'agit d'un achat; <u>toutefois, si le meilleur cours acheteur est d'un échelon de cotation inférieur au meilleur cours vendeur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation inférieur;</u></p> <p>b) supérieur <u>d'au moins un échelon de cotation</u> au meilleur cours acheteur <u>au moment de la saisie de l'ordre sur un marché</u>, s'il s'agit d'une vente; <u>toutefois, si le meilleur cours vendeur est d'un échelon de cotation supérieur au meilleur cours acheteur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation supérieur.</u></p>
<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><b>ordre invisible</b> S'entend d'un ordre dont, au moment de la saisie sur un marché, aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché, à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché qui :</p> <p>a) fait partie d'une application intentionnelle;</p> <p>b) est un ordre au mieux;</p> <p>c) est un ordre à cours limité qui, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, est immédiatement exécuté dans son intégralité sur un ou plusieurs marchés au moment de sa saisie;</p> <p>d) est un ordre de base;</p> <p>e) est un ordre au cours de clôture;</p> <p>f) est un ordre au dernier cours;</p> <p>g) est un ordre au premier cours;</p> <p>h) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><b>ordre invisible</b> S'entend d'un ordre dont, au moment de la saisie sur un marché, aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché, à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché qui :</p> <p>a) <u>fait partie d'une application intentionnelle;</u></p> <p>b) <u>est un ordre au mieux;</u></p> <p>c) <u>est un ordre à cours limité qui, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, est immédiatement exécuté dans son intégralité sur un ou plusieurs marchés au moment de sa saisie;</u></p> <p>d) <u>est un ordre de base;</u></p> <p>e) <u>est un ordre au cours de clôture;</u></p> <p>f) <u>est un ordre au dernier cours;</u></p> <p>g) <u>est un ordre au premier cours;</u></p> <p>h) <u>est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</u></p>
<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><b>dernier cours vendeur</b> Le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché pourvu que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours autre qu'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation supérieur et que, si la transaction a été exécutée moyennant un</p>	<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><b>dernier cours vendeur</b> Le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché <u>pourvu que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours autre qu'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation supérieur et que, si la transaction a été exécutée moyennant un</u></p>



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles soulignées afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>cours correspondant à la moitié d'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente décollant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :</p> <p>a) un ordre de base,  b) un ordre au cours du marché,  c) un ordre au dernier cours,  d) un ordre assorti de conditions particulières sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un ordre assorti de conditions particulières,  e) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p><u>cours correspondant à la moitié d'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche</u> mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente décollant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :</p> <p>a) un ordre de base,  b) un ordre au cours du marché,  c) un ordre au dernier cours,  d) un ordre assorti de conditions particulières sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un ordre assorti de conditions particulières,  e) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>
<p><b>6.3 Diffusion des ordres clients</b></p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, à moins que, selon le cas :</p> <p>...</p>	<p><b>6.3 Diffusion des ordres clients</b></p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement <u>aux fins d'affichage</u> sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, à moins que, selon le cas :</p> <p>...</p>
<p><b>6.5 Exigences liées à la taille minimale de certains ordres saisis sur un marché</b></p> <p>Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre d'achat ou de vente d'un titre sur un marché si l'une des conditions suivantes existe :</p> <p>a) l'ordre est un ordre invisible et ne dépasse pas le nombre d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition;  b) moins d'une unité de négociation standard de l'ordre ou un nombre plus important d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition sera indiqué dans un affichage consolidé du marché au moment de la saisie de l'ordre sur le marché et à tout moment antérieur à l'exécution intégrale de l'ordre.</p>	<p><b><u>6.5 Exigences liées à la taille minimale de certains ordres saisis sur un marché</u></b></p> <p><u>Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre d'achat ou de vente d'un titre sur un marché si l'une des conditions suivantes existe :</u></p> <p><u>a) l'ordre est un ordre invisible et ne dépasse pas le nombre d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition;</u>  <u>b) moins d'une unité de négociation standard de l'ordre ou un nombre plus important d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition sera indiqué dans un affichage consolidé du marché au moment de la saisie de l'ordre sur le marché et à tout moment antérieur à l'exécution intégrale de l'ordre.</u></p>
<p><b>6.6 Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible</b></p> <p>(1) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès saisit sur un marché un ordre d'achat ou de vente d'un titre, cet ordre peut être exécuté au moyen d'un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté moyennant l'un des cours suivants :</p>	<p><b><u>6.6 Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible</u></b></p> <p><u>(1) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès saisit sur un marché un ordre d'achat ou de vente d'un titre, cet ordre peut être exécuté au moyen d'un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté moyennant l'un des cours suivants :</u></p>



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles soulignées afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>a) le meilleur cours;</p> <p>b) le meilleur cours vendeur, s'il s'agit d'un achat, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :</p> <p>(i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,</p> <p>(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre de vente du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours vendeur;</p> <p>c) le meilleur cours acheteur, s'il s'agit d'une vente, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :</p> <p>(i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,</p> <p>(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre d'achat du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours acheteur.</p> <p>(2) L'alinéa (1) ne s'applique pas si l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès est l'un des ordres suivants :</p> <p>a) un ordre de base;</p> <p>b) un ordre au cours du marché;</p> <p>c) un ordre au cours de clôture;</p> <p>d) un ordre au dernier cours;</p> <p>e) un ordre au premier cours;</p> <p>f) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p><u>a) le meilleur cours;</u></p> <p><u>b) le meilleur cours vendeur, s'il s'agit d'un achat, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :</u></p> <p><u>(i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,</u></p> <p><u>(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre de vente du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours vendeur;</u></p> <p><u>c) le meilleur cours acheteur, s'il s'agit d'une vente, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :</u></p> <p><u>(i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,</u></p> <p><u>(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre d'achat du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours acheteur.</u></p> <p><u>(2) L'alinéa (1) ne s'applique pas si l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès est l'un des ordres suivants :</u></p> <p><u>a) un ordre de base;</u></p> <p><u>b) un ordre au cours du marché;</u></p> <p><u>c) un ordre au cours de clôture;</u></p> <p><u>d) un ordre au dernier cours;</u></p> <p><u>e) un ordre au premier cours;</u></p> <p><u>f) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</u></p>
<p><b>7.12 Interdiction de se fier à la fonctionnalité du marché</b></p> <p>Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre sur un marché donné s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que le traitement de l'ordre par le marché et par les systèmes de négociation du marché pourrait faire en sorte que l'affichage ou l'exécution de l'ordre ne soit pas conforme à l'une des exigences applicables des RUIIM.</p>	<p><u>7.12 Interdiction de se fier à la fonctionnalité du marché</u></p> <p><u>Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre sur un marché donné s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que le traitement de l'ordre par le marché et par les systèmes de négociation du marché pourrait faire en sorte que l'affichage ou l'exécution de l'ordre ne soit pas conforme à l'une des exigences applicables des RUIIM.</u></p>
<p><b>Politique 6.1 - Saisie d'ordres sur un marché</b></p> <p><b>Partie 1 - Prix d'exécution des ordres</b></p> <p>Un ordre peut être exécuté moyennant l'échelon de prix selon ce qui est établi par le marché en vue de l'exécution d'un tel ordre, à la condition que, et sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le</p>	<p><b>Politique 6.1 - Saisie d'ordres sur un marché</b></p> <p><b>Partie 1 - <del>Exceptions visant certain types d'</del> Prix d'exécution des ordres</b></p> <p><del>En dépit du fait que tous les ordres visant un titre moyennant un cours d'au moins cinquante cents doivent être saisis sur un marché à un cours qui ne comprend pas une fraction ou une partie</del></p>



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles soulignées afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>contraire, le marché déclare le prix selon lequel la transaction a été exécutée à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche et, dans l'éventualité où le prix donne lieu à la moitié d'un échelon de cotation, il soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche.</p>	<p><del>d'un cent, un ordre qui est saisi sur un marché à titre d'ordre de base, d'ordre au cours du marché ou d'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume</del> <u>Un ordre</u> peut être exécuté moyennant <del>et</del> <u>l'</u>échelon de prix selon ce qui est établi par le marché en vue de l'exécution <del>d'un de</del> tels ordres, à la condition que, et sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le contraire, le marché déclare le prix selon lequel la transaction a été exécutée à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche et, dans l'éventualité où le prix donne lieu à la moitié d'un échelon de cotation, il <u>soit est</u> arrondi à l'échelon de cotation le plus proche.</p>

### 7.3.2 Publication

Aucune information

## 7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

## 7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.