

# 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

### I. Introduction

Les marchés financiers canadiens ont connu des changements notables et rapides ces dernières années. Les progrès technologiques ont accéléré la négociation tout en la rendant plus complexe, certaines innovations permettent désormais de choisir les modalités et le lieu de négociation, et les obligations réglementaires nécessitent une connaissance accrue des possibilités d'exécution et des cours auxquels elles sont offertes.

Étant donné que les marchés s'efforcent d'offrir davantage de types d'ordres et de caractéristiques et que les participants au marché demandent des indications sur les politiques relative aux structures des marchés, le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (le « personnel des ACVM ») et celui de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (le « personnel de l'OCRCVM », avec le personnel des ACVM, « nous ») ont entrepris un examen de plusieurs des questions jugées les plus pressantes, notamment les marchés opaques, la négociation électronique et la réglementation des marchés. Quand nous aurons terminé, nous consulterons les intervenants du secteur sur divers projets de règlements ou de modifications réglementaires au cours des prochains mois.

Le présent énoncé de position (l'« énoncé de position ») traite en particulier des questions entourant les marchés opaques et les ordres invisibles<sup>1</sup>. Les avis exprimés tiennent compte des consultations effectuées par les ACVM et l'OCRCVM depuis fin 2009<sup>2</sup>.

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<sup>3</sup> ni au fournisseur d'information en vertu des règles applicables. 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 à la formation des cours avant les opérations. Les ordres invisibles peuvent être saisis sur un marché transparent ou opaque. Un marché opaque est un marché particulier qui n'offre aucune transparence des ordres avant les opérations et qui peut être structuré de différentes façons, notamment comme un marché au fixage, un marché aux enchères en continu, un marché qui présente des caractéristiques de ces deux types de marchés ou un système de négociation. Dans la pratique actuelle, il est possible de saisir des ordres invisibles à un cours :

- établi par le participant au marché<sup>4</sup> qui les saisit;
- qui pourrait entraîner une négociation;
- déterminé par référence à un autre cours diffusé et non établi directement par les parties à l'opération. Le cours de référence peut être lié à un autre cours non

---

<sup>1</sup> À noter que, dans le présent document, notre définition d'« ordre invisible » diffère de celle que nous avons utilisée dans les publications précédentes. Les définitions figurent dans le glossaire.

<sup>2</sup> On trouvera de plus amples renseignements sur les consultations dans la section suivante concernant le document de consultation et le forum.

<sup>3</sup> À l'heure actuelle, l'agence de traitement de l'information pour les titres cotés autres que les options est exploitée par la Bourse de Toronto. Elle recueille l'information sur les ordres et les opérations de tous les marchés et diffuse des informations consolidées.

<sup>4</sup> Selon la définition figurant à l'article 1.1 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 »), un « participant au marché » est « un membre d'une bourse, un utilisateur d'un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou un adhérent d'un SNP ».

discrétionnaire comme le meilleur cours acheteur et vendeur national<sup>5</sup> ou le cours moyen pondéré en fonction du volume.

**a) Contexte et objet de l'énoncé de position**

La publication de l'énoncé de position s'inscrit dans la démarche que nous avons entamée fin 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>6</sup> (le « document de consultation »), nous avons demandé aux intervenants de commenter un certain nombre de points, notamment l'incidence générale des marchés opaques, l'introduction de types d'ordres invisibles et le lancement de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres. Le document de consultation traitait de ces points et de leur incidence potentielle sur les marchés canadiens, notamment de l'incidence sur la liquidité, la transparence, la formation des cours, l'équité et l'intégrité<sup>7</sup>. Ensemble, ces facteurs servent à évaluer la qualité du marché.

En réponse au document de consultation, nous avons reçu 23 mémoires d'intervenants variés, dont des marchés, des représentants d'investisseurs et de courtiers et des associations sectorielles. Le 23 mars 2010, les ACVM et l'OCRCVM ont 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*. Cet avis publié le 28 mai 2010 contient un exposé de nos projets en cours et des suites que nous proposons de donner à certaines des questions ainsi qu'un résumé des commentaires reçus en réponse au document de consultation.

Après étude des mémoires reçus et compte tenu des discussions qui se sont déroulées au cours des derniers mois, nous publions l'énoncé de position sur la structure des marchés opaques et l'utilisation des ordres invisibles et souhaitons recueillir de plus amples commentaires. Nous y précisons notre position sur les questions suivantes :

---

<sup>5</sup> Dans le présent document, l'expression « meilleur cours acheteur et vendeur national » désigne le « meilleur cours acheteur » et le « meilleur cours vendeur » au sens des RUIIM.

<sup>6</sup> Publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, vol. 6, n° 39, p. 212.

<sup>7</sup> Document de consultation, p. 216-217.

- 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 »?

Certaines questions soulevées à l'occasion du forum ne sont pas 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 et 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. Ces questions seront abordées dans le cadre d'un autre projet des ACVM qui actualisera les dispositions applicables aux systèmes de négociation parallèle (SNP) et aux bourses (le « projet sur les SNP et les bourses »)<sup>8</sup>.

L'énoncé de position ne traite pas non plus de la direction préférentielle du flux d'ordres, caractéristique des marchés qui permet d'exécuter les ordres d'un même participant ou adhérent avant les ordres saisis au même cours dans le registre des ordres à cours limité. Dans les réponses au document de consultation et lors du forum, certains ont avancé que la direction préférentielle du flux d'ordres est profondément inéquitable, tandis que d'autres ont soutenu qu'elle existe sur le marché canadien depuis des années et qu'elle ne lui a aucunement nui.

À ce stade, le personnel ne croit pas disposer de données suffisantes concernant la direction préférentielle du flux d'ordres pour arrêter une position claire sur son incidence sur le marché canadien. Nous publierons bientôt une demande de renseignements pour mieux évaluer la direction préférentielle du flux d'ordres et son incidence.

## **b) Résumé de notre position**

Nous estimons que, pour favoriser la formation des cours, les ordres saisis sur un marché devraient généralement être transparents pour le public et assujettis aux obligations de transparence de l'information avant les opérations qui sont prévues à l'article 7.1 du Règlement 21-101. Nous reconnaissons néanmoins que l'utilisation des ordres invisibles présente des avantages, tant sur les marchés transparents que sur les marchés opaques. Selon nous :

- l'exception aux obligations de transparence avant les opérations ne devrait être ouverte qu'aux ordres qui atteignent ou dépassent une taille minimale (ce que nous appelons ci-après l'« exception pour taille minimale » ou le « seuil de taille minimale »); ce seuil de taille minimale pour la saisie d'ordres invisibles passifs 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;

- les ordres invisibles ne devraient fournir obligatoirement une amélioration significative du cours par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national que

---

<sup>8</sup> Les projets de modifications, que nous comptons publier début 2011, apporteraient des éclaircissements sur les circonstances dans lesquelles une indication d'intérêt serait considérée comme un ordre et, de ce fait, assujettie aux obligations de transparence prévue par le Règlement 21-101, et elles préciseront que nous nous attendons à ce que les marchés tiennent compte de leurs obligations d'accès équitable lorsqu'ils envoient des données de marché à un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres, mais non aux autres participants au marché.

lorsqu'ils sont exécutés contre un ordre actif qui ne respecte pas les conditions de l'exception pour taille minimale; il ne devrait y avoir aucune obligation d'amélioration du cours pour deux ordres invisibles qui remplissent les conditions de cette exception;

- les ordres visibles devraient être exécutés avant les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché, sauf lorsque deux ordres invisibles qui remplissent les conditions de l'exception pour taille minimale peuvent être exécutés à ce cours;

- une amélioration significative du cours devrait être un échelon de cotation au sens des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) de l'OCRCVM<sup>9</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.

On trouvera notre analyse de chacun de ces points dans la section II de l'énoncé de position.

En exprimant notre avis sur les ordres invisibles, nous apportons des éclaircissements sur la façon de traiter ces ordres sur le marché canadien et facilitons la compréhension et les choix des investisseurs en ce qui concerne l'exécution de leurs ordres. Nous reconnaissons que notre position aura une incidence sur les modèles d'entreprise actuels et entraîneront des modifications dans les systèmes. Toutefois, notre examen des questions et des risques de l'expansion des ordres invisibles nous amène à penser qu'il faut impérativement fixer certaines limites à leur utilisation pour préserver la qualité du mécanisme de formation des cours et régler les questions soulevées par l'incidence de ces ordres sur la qualité des marchés financiers canadiens. Certains investisseurs subiront certains effets découlant de la position énoncée ici. Nous avons l'intention de préserver la faculté d'exécuter de grands ordres tout en gérant les coûts d'impact sur le marché et, pour les petits ordres, la possibilité de continuer à interagir, sur les marchés opaques, avec les ordres qui, autrement, n'auraient pas été accessibles, sous réserve de l'obligation d'obtenir une amélioration significative du cours.

Nous souhaitons obtenir des commentaires sur notre position. Nous indiquons la façon de les soumettre à la fin de l'énoncé de position.

### **c) Faits nouveaux à l'échelle internationale en matière de liquidité invisible**

Dans de nombreux pays, on examine actuellement les questions liées à la liquidité invisible et son incidence sur les marchés. Aux États-Unis notamment, la SEC a publié en 2009 un avis de consultation qui traite des questions réglementaires entourant les marchés opaques<sup>10</sup>. En 2010, elle a publié un document de réflexion portant sur plusieurs questions de structure des marchés, notamment les questions liées à la liquidité invisible<sup>11</sup>.

En Europe, la Commission européenne et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) étudient actuellement la Directive 2004/39/EC promulguée en vertu de la directive sur les marchés d'instruments financiers (« directive MIF »). Dans le cadre de son examen, le CERVM a récemment publié un document de consultation<sup>12</sup> sur les marchés secondaires qui traite notamment des dispenses existantes des obligations de transparence avant les opérations (« transparence pré-négociation ») prévues par la directive MIF et des possibilités de réglementation en ce qui concerne les

---

<sup>9</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>10</sup> SEC Release no. 34-60997, *Regulation of Non-Public Trading Interest*, novembre 2009, disponible à l'adresse suivante : <http://www.sec.gov/rules/proposed/proposedarchive/proposed2009.shtml>.

<sup>11</sup> SEC Release no. 34-613358, *Equity Market Structure*, janvier 2010, disponible à l'adresse suivante : <http://www.sec.gov/rules/concept.shtml>

<sup>12</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.cesr-eu.org/index.php?page=consultation\\_details&id=161](http://www.cesr-eu.org/index.php?page=consultation_details&id=161).

systèmes et processus de croisement des maisons de courtage. En juillet 2010, le CERVM a publié un rapport<sup>13</sup> dans lequel il recommande notamment de conserver les exceptions actuelles aux obligations de transparence avant les opérations dans certaines circonstances. Il recommande également à la Commission européenne d'entreprendre ou de mandater des analyses supplémentaires des seuils actuels.

En Australie, l'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) a publié le 4 novembre 2010 un ensemble de documents de consultation sur l'amélioration de la réglementation des marchés des titres de capitaux propres du pays, notamment des projets de règlements visant l'instauration d'un cadre réglementaire qui favorise la concurrence sur le marché australien. Il s'agit du document de consultation 145 *Australian equity market structure* (CP 145) et du rapport de l'ASIC intitulé *Australian equity market structure*<sup>14</sup>. Ces documents contiennent notamment des projets d'obligations réglementaires d'information minimale sur les ordres et les opérations. Les projets de règlements qui obligeraient les participants au marché à afficher les ordres sur des marchés transparents avant les opérations, à certaines exceptions concernant généralement les ordres de grande taille, sont pertinents pour l'énoncé de position.

Le 27 octobre 2010, le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a publié un rapport de consultation (le « rapport de l'OICV ») pour recueillir des commentaires sur plusieurs projets de principes relatifs à la liquidité invisible<sup>15</sup>. Ces principes concernent les points suivants :

- la transparence avant les opérations;
- la transparence après les opérations;
- la priorité des ordres transparents;
- l'information à fournir aux autorités de réglementation;
- l'information sur les marchés opaques et les ordres invisibles fournie aux participants au marché;
- la réglementation du développement des marchés opaques et des ordres invisibles.

De manière générale, la structure réglementaire actuelle au Canada et les opinions exprimées dans l'énoncé de position sont conformes aux principes que propose le Comité technique. Par exemple, en vertu de la réglementation actuelle, il faut déclarer immédiatement après les opérations l'exécution sur les marchés opaques et l'exécution d'ordres invisibles. En outre, nous avons un certain nombre de mesures d'encouragement à l'exécution d'ordres transparents, notamment le régime de protection des ordres et la règle sur la diffusion des ordres. Les ACVM et l'OCRCVM ont la faculté d'accéder à l'information sur les ordres et les opérations sur les marchés opaques, et les marchés déposent tous les trimestres auprès des ACVM de l'information sur les volumes.

Nous exigeons actuellement la priorité des ordres visibles sur les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché, ce qui correspond aussi à l'un des principes proposés. Nous proposons toutefois de permettre l'exécution de deux grands ordres désignés comme étant invisibles avant les ordres visibles dotés d'un cours identique sur le même marché. Cette exception s'écarte du rapport de l'OICV, mais nous jugeons important de l'étudier et de recueillir des commentaires à son sujet.

---

<sup>13</sup> CESR *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Equity Markets*, juillet 2010, disponible à l'adresse suivante : [http://www.cesr-eu.org/index.php?page=document?details&from\\_title=Documents&id=7003](http://www.cesr-eu.org/index.php?page=document?details&from_title=Documents&id=7003).

<sup>14</sup> Publiés à l'adresse suivante : [http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byHeadline/10-227MR%20ASIC%20consults%20on%20equity%20market%20structure%20regulatory%20framework?open\\_document](http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf/byHeadline/10-227MR%20ASIC%20consults%20on%20equity%20market%20structure%20regulatory%20framework?open_document).

<sup>15</sup> Disponible à l'adresse suivante : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD336.pdf>.

## II. Analyse

### a) Structure réglementaire applicable aux marchés opaques et aux ordres invisibles

Nous jugeons utile de résumer brièvement la structure réglementaire et les règles actuelles applicables aux marchés opaques et aux ordres invisibles sur les marchés transparents.

Les marchés opaques sont généralement réglementés comme des systèmes de négociation parallèle (SNP) en vertu du Règlement 21-101 et sont inscrits comme courtiers en placement. Ils peuvent toutefois être exploités et réglementés à titre d'installation d'une bourse reconnue. Dans un cas comme dans l'autre, ils sont assujettis aux dispositions du Règlement 21-101 et du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 »). Leurs obligations consistent notamment à garantir un accès équitable, à assurer la transparence de l'information après les opérations, à respecter les obligations relatives aux systèmes et à engager un fournisseur de services de réglementation pour réglementer le marché, s'ils sont réglementés comme des SNP. En outre, ils sont tenus de déposer le rapport prévu à l'Annexe 21-101A2 s'ils sont exploités comme des SNP. S'ils sont exploités à titre d'installation d'une bourse, celle-ci doit déposer la fiche d'information prévue à l'Annexe 21-101A1. Ces annexes prévoient la fourniture d'information sur le fonctionnement des marchés opaques et d'une description de ses types d'ordres. La négociation sur les marchés opaques est également assujettie aux dispositions des RUIM sur la négociation sur les marchés, la meilleure exécution, le meilleur cours et la diffusion des ordres.

Lorsque nous examinons les projets de règles présentés par les marchés, les fiches établies par les bourses conformément à l'Annexe 21-101A1 et les rapports établis par les SNP conformément à l'Annexe 21-101A2, nous vérifions si la structure du marché et les types d'ordres proposés pour nous assurer qu'ils ne posent pas de problèmes d'intégrité du marché, s'ils contribuent à créer un marché équitable et efficient et s'ils soutiennent la confiance des investisseurs.

En vertu du Règlement 21-101, les marchés qui affichent des ordres ont des obligations de transparence avant les opérations<sup>16</sup>. Les ordres ne sont pas considérés comme étant « affichés » s'ils ne sont montrés qu'au personnel du marché ou aux personnes dont les services ont été retenus pour aider au fonctionnement de celui-ci<sup>17</sup>. C'est conformément à ces dispositions que les marchés opaques sont autorisés à fonctionner et qu'il n'est pas obligatoire de fournir de l'information sur les ordres invisibles à l'agence de traite de l'information aux fins de diffusion. Cependant, l'information après les opérations est fournie à l'agence de traitement de l'information en temps réel une fois que l'exécution a eu lieu.

Le paragraphe 6.3 des RUIM (la règle sur la diffusion des ordres) prévoit qu'un « participant saisit 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 [...] »<sup>18</sup>.

<sup>16</sup> Paragraphe 1 de l'article 7.1 du Règlement 21-101.

<sup>17</sup> Paragraphe 2 de l'article 7.1 du Règlement 21-101.

<sup>18</sup> Aux termes du paragraphe 6.3 des RUIM, *Diffusion des ordres clients*, un ordre visant au plus 50 unités de négociation doit être immédiatement saisi sur un marché transparent, sauf dans les cas d'exception suivants :

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

Sauf les cas d'exception prévus par cette règle, il est actuellement obligatoire d'acheminer tout ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard vers un marché transparent pour qu'il y soit affiché. La règle sur la diffusion des ordres encourage la transparence et soutient le processus de formation des cours, tout en donnant aux courtiers la possibilité de réduire les fuites d'information sur les grands ordres passifs. La formation des cours est favorisée par l'obligation de saisir les petits ordres passifs sur un marché visible et les occasions d'exécution additionnelles qui sont offertes à leurs auteurs. Qui plus est, l'OCRCVM a fourni des indications dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-019 en ce qui concerne la saisie des ordres clients sur les marchés ou les installations non transparents<sup>19</sup>.

## **b) Remarques générales**

Lors de l'examen des questions relatives aux marchés opaques et aux ordres invisibles, nous avons relevé plusieurs points clés qui ont orienté nos discussions et servi le fondement à notre position et à nos recommandations :

- Pour quelle raison doit-on autoriser les marchés opaques et les ordres invisibles en général?
- Quels avantages les marchés opaques et les ordres invisibles offrent-ils aux participants aux marchés financiers?
- Quels sont les risques pour les marchés financiers canadiens?
- Faudrait-il prévoir des encouragements pour contribuer à la transparence et à la formation des cours?

Ces points sont abordés ci-après.

### ***i) Raison d'être et avantages des marchés opaques et des ordres invisibles***

À l'origine, on a introduit les marchés opaques pour aider les investisseurs à passer de grands ordres dans l'anonymat, sans les afficher publiquement, afin de réduire les coûts d'impact sur le marché qu'entraînerait leur saisie dans un registre des ordres visibles<sup>20</sup>. On pouvait y parvenir en permettant à des institutions de négocier de forts volumes entre elles dans l'anonymat ou en permettant la saisie d'ordres importants, qui n'auraient autrement été négociés que sur le marché interne, sur un marché où ils peuvent interagir avec les ordres d'autres investisseurs sans être affichés. On a avancé qu'en permettant l'interaction de grands ordres sur des marchés opaques, la liquidité augmenterait globalement sur le marché car, autrement, ces ordres auraient été négociés sur le marché interne. L'augmentation de la liquidité pourrait être avantageuse pour tous les investisseurs, notamment les petits investisseurs, qui, sinon, n'y auraient pas eu accès. De même, grâce aux ordres invisibles sur les marchés transparents, on protège la confidentialité des ordres, ce qui réduit les coûts d'impact sur le marché.

La raison d'être des ordres invisibles a cependant changé. Ils sont désormais utilisés pour des ordres de toute taille, petits ou grands. Les marchés opaques ou les ordres invisibles sont également utilisés pour protéger l'information exclusive sur les opérations,

---

h) le client a demandé ou a consenti à ce que l'ordre soit saisi sur un marché sous l'une des formes suivantes : un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre assorti de conditions particulières, un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, un ordre au dernier cours, un ordre de base ou un ordre au cours de clôture.

<sup>19</sup> L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-019, publié le 21 septembre 2007 par ce qui était alors Services de réglementation du marché inc. (SRM), indique notamment ce qui suit : « De l'avis de SRM, les ordres clients qui sont 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 à la condition que toute tranche non exécutée de l'ordre client soit alors immédiatement saisie sur un marché qui procure de la transparence quant aux ordres. »

<sup>20</sup> Document de consultation, p. 212.

contourner les algorithmes servant à détecter les paramètres des ordres et les stratégies de négociation, profiter d'une possibilité d'amélioration du cours, voire obtenir une réduction des frais de négociation. Dans certains territoires, les marchés opaques sont également devenus un moyen par lequel les courtiers internalisent le flux d'ordres.

Qui plus est, il est souvent possible d'exécuter des ordres invisibles contre des ordres de sens inverse acheminés vers un marché transparent ou acheminés de façon à transiter par un marché opaque (ordres visant à trouver de la liquidité). Cette possibilité fait que ces ordres, qui sont généralement de plus petite taille, peuvent obtenir une amélioration du cours par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national.

#### *ii) Risques posés par les marchés opaques et les ordres invisibles*

L'utilisation répandue des ordres invisibles pourrait réduire la liquidité disponible dans les registres d'ordres transparents. Les investisseurs peuvent en tirer avantage, en ayant notamment la possibilité d'obtenir une amélioration du cours, mais si les ordres qui étaient habituellement saisis sur des marchés visibles sont de plus en plus détournés vers des marchés opaques ou saisis comme des ordres invisibles, la formation des cours pourrait en souffrir, de même que la liquidité accessible aux participants qui sont tenus ou ont choisi d'afficher leurs ordres sur un marché visible.

#### *iii) Encouragements à contribuer à la formation des cours*

Le processus de formation des cours est un élément fondamental d'un marché équitable et efficient<sup>21</sup>. C'est pourquoi le marché canadien est doté de plusieurs mécanismes qui encouragent la saisie des ordres à cours limité dans un registre visible, notamment :

- les obligations d'exécution au meilleur cours et de protection des ordres<sup>22</sup>, qui font que seuls les ordres visibles sont protégés; les ordres invisibles dotés d'un meilleur cours peuvent être contournés lorsque les ordres visibles dotés d'un cours inférieur sont exécutés en premier;
- la priorité des ordres visibles sur les ordres invisibles dotés de cours identiques sur le même marché;
- la règle sur la diffusion des ordres, qui oblige les participants à saisir immédiatement sur un marché qui affiche les ordres tous les ordres clients visant au plus 50 unités de négociation standard, sous réserve de certaines exceptions, ce qui favorise les ordres passifs affichés dans un registre transparent; en effet, les ordres actifs qui ne respectent pas la taille prévue par cette règle doivent être acheminés vers un marché transparent, ce qui augmente la probabilité d'exécution des ordres affichés.

Il importe de saisir les ordres à cours limité dans un registre visible pour préserver la qualité de la formation des cours. À cette fin, les ordres à cours limité devraient idéalement être acheminés vers des marchés visibles et y être affichés pour favoriser la formation des cours.

#### **c) Recommandations**

À la lumière des questions abordées ci-dessus, nous exposons dans la section suivante notre position sur le traitement des marchés opaques et des ordres invisibles que nous voudrions voir sur le marché canadien.

<sup>21</sup> Document de consultation, p. 218.

<sup>22</sup> Le régime de protection des ordres prendra effet le 1<sup>er</sup> février 2011 (voir la partie 6 du Règlement 23-101). L'obligation d'exécution au meilleur cours est prévue par le paragraphe 5.2 des RUIIM.



*i) Exception pour taille minimale*

Une des questions formulées dans le document de consultation et au forum était celle de savoir si les ordres saisis sur les marchés opaques et les ordres invisibles saisis sur les marchés transparents devraient avoir une taille minimale et si les petits ordres devraient pouvoir rester en attente sur les marchés opaques ou, comme ordres invisibles, sur les marchés transparents.

Comme nous l'avons vu, à l'origine, une des raisons justifiant l'existence des ordres dépourvus de transparence avant les opérations était que cela permet d'exécuter de grands ordres en limitant les coûts d'impact sur le marché. Cependant, comme cette justification n'est peut-être pas aussi pertinente pour les petits ordres invisibles, on peut invoquer comme raison d'autoriser la saisie de ces ordres et de les dispenser de l'obligation de transparence avant les opérations l'amélioration du cours qu'ils fournissent par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national.

Si les petits ordres peuvent fournir une certaine amélioration du cours lorsqu'ils sont saisis comme des ordres invisibles, leur volume limité réduit la valeur de l'amélioration du cours pour tous les participants au marché par comparaison à la valeur et à l'avantage net des grands ordres invisibles qui fournissent la même amélioration du cours, tout en apportant à l'ensemble du marché un niveau de liquidité bien supérieur. À l'heure actuelle, au Canada, certains marchés opaques ou types d'ordres invisibles fournissent à peine 10 % d'amélioration du cours par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national. Si l'écart du meilleur cours acheteur et vendeur national d'un titre donné est très petit (par exemple, un cent), nous nous demandons si les petits ordres invisibles fournissent une amélioration du cours suffisamment significative pour les participants de sens inverse. Dans la négative, faudrait-il les afficher sur des marchés visibles? L'avantage d'obtenir une amélioration du cours l'emporte-t-elle sur l'incidence que peut avoir sur la formation des cours le fait que ces ordres ne sont pas affichés sur un marché transparent?

Par ailleurs, nous estimons qu'il y a lieu de considérer deux objectifs lorsqu'on se demande s'il faut permettre la saisie de petits ordres invisibles sans que cela nuise à la qualité du marché : i) encourager la saisie d'ordres visibles; et ii) exposer autant de liquidité que possible au plus grand nombre possible de participants de sens inverse, y compris ceux qui utilisent des marchés opaques.

*Point de vue du personnel*

**La seule exception aux obligations de transparence avant les opérations devrait être réservée aux ordres qui atteignent le seuil de taille minimale.**

Nous sommes d'avis que les conséquences négatives qu'une augmentation du nombre de petits ordres saisis sans transparence avant les opérations et que le potentiel de tarissement de la liquidité visible pourraient entraîner sur la formation des cours l'emportent sur les avantages de la possible amélioration du cours que ces ordres peuvent offrir. Bien que l'information après les opérations contribue au mécanisme de formation des cours, la transparence avant les opérations est un élément important. La saisie d'un nombre substantiel de petits ordres invisibles risque de nuire considérablement à la qualité de ce mécanisme. Notre mandat d'autorités de réglementation consiste notamment à promouvoir l'équité et l'efficacité des marchés financiers. Or l'obligation de saisir les petits ordres sur un marché visible et celle de faciliter la formation des cours sont des éléments clés de l'équité et de l'efficacité des marchés financiers.

Nous sommes par conséquent d'avis qu'une exception aux obligations de transparence avant les opérations ne devrait être accordée qu'aux ordres qui atteignent le seuil de taille minimale. Nous n'avons pas encore fixé la taille minimale mais, en guise d'exemple, nous envisagerions une taille comparable à celle qui est prévue par la règle sur la diffusion des ordres (50 unités de négociation standard). Nous demandons des commentaires sur la taille qu'il faudrait atteindre pour bénéficier de l'exception.

Par ailleurs, les participants au marché ne devraient pas regrouper les ordres pour atteindre le seuil de taille minimale 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 minimale est partiellement exécuté et que la taille de la tranche restante est inférieure à ce seuil, l'ordre devrait pouvoir rester invisible jusqu'à ce qu'il soit annulé ou entièrement exécuté.

Notre avis cadre avec la raison initiale de l'introduction des marchés opaques et des ordres invisibles en général, qui était de faciliter l'exécution des grands ordres et de permettre à davantage de participants d'interagir avec les ordres auparavant inaccessibles. En restreignant la dispense des obligations de transparence avant les opérations aux ordres invisibles qui respectent la taille minimale, nous permettrons aux ordres plus volumineux qui n'aboutissent peut-être pas toujours sur les marchés de bénéficier de l'invisibilité totale, tout en faisant en sorte que les petits ordres qui fournissent de la liquidité soient acheminés vers les registres visibles et bénéficient toujours de la protection contre les transactions hors cours offerte par les règles existantes et le régime de protection des ordres à venir.

Pour mettre en œuvre de cette position, nous introduirons un projet de dispense de l'article 7.1 du Règlement 21-101 par voie de modification de ce règlement que nous apporterons dans le cadre du projet relatif aux SNP et aux bourses et que le personnel des ACVM compte publier début 2011.

*ii) Ordres invisibles et amélioration du cours*

Autre question soulevée dans le document de consultation : les ordres invisibles devraient-ils être tenus de fournir une amélioration du cours par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national, et dans quelles circonstances? L'examen de la question des ordres invisibles exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national nous amène à considérer de nouveau les deux objectifs mentionnés ci-dessus. Nous voulons encourager la saisie d'ordres visibles et l'exposition des ordres à autant de liquidité que possible, y compris les ordres invisibles. Les ordres visibles saisis sur les marchés transparents font partie intégrante du mécanisme de formation des cours et d'établissement du meilleur cours acheteur et vendeur national. Il importe également de créer une structure dans laquelle les grands ordres puissent interagir avec les petits ordres. Cependant, l'analyse serait incomplète dans ce cas si elle ne tenait pas compte de la valeur ou de l'avantage de deux grands ordres exécutés l'un contre l'autre qui contribuent à la formation des cours en raison de la transparence immédiate de l'information après l'opération.

*Point de vue du personnel*

**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.**

L'exécution de deux ordres invisibles qui remplissent les conditions de l'exception pour taille minimale aux obligations de transparence avant les opérations contribue à la formation des cours en raison de la transparence immédiate de l'information après les opérations. De plus, la taille de l'opération peut fournir suffisamment d'information aux participants pour les inciter à faire d'autres opérations qui, autrement, auraient pu ne pas avoir lieu. À notre avis, la contribution de cette information après les opérations et la nécessité de contenir les coûts d'impact sur le marché justifient l'autorisation d'exécuter des ordres invisibles sans amélioration du cours dans certaines circonstances.

Par conséquent, nous sommes d'avis qu'il faut 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 minimale, et que les ordres invisibles devraient fournir une amélioration significative du cours dans tous les autres cas. Nous faisons remarquer que les

deux ordres exécutés au meilleurs cours acheteur et vendeur national doivent indiquer précisément l'intention de recourir à l'exception aux obligations de transparence avant les opérations (c'est-à-dire que les deux doivent être désignés comme étant « invisibles »).

Nous estimons que cela permet d'atteindre l'objectif consistant à exposer les ordres au plus grand nombre possible d'ordres de sens inverse et celui consistant à encourager la saisie d'ordres visibles. Nous voulons encourager l'affichage des ordres, mais nous reconnaissons que les ordres invisibles peuvent jouer un rôle important dans la formation des cours et de la taille, et qu'il importe de donner aux participants au marché une méthode de négociation de grands ordres sans les pénaliser en les obligeant à fournir une amélioration du cours dans tous les cas. Cette solution offre la possibilité d'exécuter de grands ordres au meilleur cours acheteur et vendeur national mais protège aussi la qualité de nos registres des ordres visibles en encourageant l'exécution des petits ordres au mieux ou des petits ordres à cours limité négociables contre les ordres visibles au meilleur cours acheteur et vendeur national ainsi que l'amélioration du cours de ces ordres fournie par les ordres invisibles situés dans l'écart des cours.

Dans le document intitulé *Concept Release on Equity Market Structure* (13 janvier 2010)<sup>23</sup>, la Securities and Exchange Commission des États-Unis aborde l'extension de la priorité des ordres visibles à l'ensemble des marchés au moyen d'une « règle d'exécution au cours affiché » ("*trade-at*" rule) et lance une consultation à ce sujet. En vertu de cette règle, tous les ordres visibles dotés de cours identiques sur tous les marchés devraient être exécutés avant les ordres invisibles, sous réserve de certaines conditions. Nous ne proposons pas de règle de ce type dans l'énoncé de position. Nous comptons suivre les discussions en cours aux États-Unis sur ce point et sur d'autres questions.

### *iii) Priorité d'exécution au meilleur cours acheteur et vendeur national*

Dans le document de consultation, nous avons demandé s'il faudrait obliger les marchés à donner aux ordres visibles priorité d'exécution sur les ordres invisibles dotés de cours identiques. La grande majorité des intervenants ayant répondu à la consultation et des participants au forum estimaient que les ordres visibles devraient avoir la priorité par rapport aux ordres invisibles dotés de cours identiques, notamment pour les motifs suivants :

- il faut récompenser les participants au marché qui prennent le risque d'afficher leurs ordres;
- il faut promouvoir la formation des cours avant les opérations et les ordres visibles.

#### *Point de vue du personnel*

**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.**

Nous avons toujours été d'avis que les ordres visibles passés sur un marché en particulier devraient avoir la priorité par rapport aux ordres invisibles dotés d'un cours identique, car nous estimons que cela est essentiel à la protection de la formation des cours et des ordres visibles affichés dans les registres des ordres à cours limité des marchés. Cependant, nous sommes également d'avis que deux ordres invisibles qui remplissent les conditions de l'exception pour taille minimale et qui sont exécutés au meilleur cours acheteur et vendeur national apportent une contribution significative à la formation des cours et offrent un avantage aux participants au marché en raison de la transparence immédiate de l'information après l'opération. Par conséquent, nous accepterions une

<sup>23</sup> Publié à l'adresse suivante : <http://www.sec.gov/rules/concept/2010/34-61358.pdf>.

exception à la priorité des ordres visibles sur les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché lorsqu'il est possible d'exécuter à ce cours deux ordres invisibles de taille minimale qui sont adéquatement désignés comme étant dispensés des obligations de transparence avant les opérations.

Nous reconnaissons que les investisseurs qui affichent de petits ordres dans le registre visible pourraient s'inquiéter de la perte de leur priorité d'exécution en faveur des grands ordres. Cependant, nous comptons non seulement protéger la qualité de nos registres des ordres visibles, mais aussi faciliter l'interaction des ordres avec un nombre accru d'ordres de sens inverse, ce qui donne aux investisseurs davantage de possibilités d'exécution de leurs ordres. Nous estimons que notre structure de marchés multiples offre un environnement assez solide pour négocier les petits ordres en leur permettant d'interagir avec le nombre substantiel d'ordres de participants qui fournissent de la liquidité. Nous considérons donc que les avantages apportés, en matière de formation des cours, par l'exécution de deux grands ordres invisibles adéquatement désignés sont assez significatifs pour justifier une exception aux règles de priorité habituelles.

#### *iv) Amélioration significative du cours*

Dans le document de consultation, nous avons abordé l'amélioration du cours et demandé si les marchés transparents devraient permettre de passer des ordres pleinement cachés dotés de cours situés à l'intérieur de l'écart courant. Aucun consensus ne s'est dégagé des mémoires sur ce point. Certains intervenants estimaient qu'il fallait permettre de passer des ordres pleinement cachés dotés de cours situés à l'intérieur de l'écart courant affiché pour *i)* offrir une amélioration du cours et *ii)* favoriser l'innovation sur les marchés. D'autres estimaient cependant que les marchés transparents ne devraient permettre l'exécution des ordres qu'au meilleur cours acheteur ou vendeur. D'aucuns estiment que les ordres devraient fournir une amélioration significative du cours pour pouvoir être exécutés à l'intérieur de l'écart du meilleur cours acheteur et vendeur national.

On a alors demandé à savoir ce qui est « significatif ». À quel moment l'avantage que l'amélioration du cours apporte à un ordre est-il moindre que le coût pour le marché dans son ensemble, si un nombre croissant d'ordres est retiré des marchés visibles? L'amélioration du cours en fractions de cent est-elle assez significative pour justifier l'exécution des ordres invisibles avant les ordres visibles?

#### *Point de vue du personnel*

**Une amélioration significative du cours est une amélioration d'au moins un échelon de cotation au sens des RUIM par rapport au meilleur cours vendeur et acheteur national, sauf lorsque l'écart du meilleur cours vendeur et acheteur national est déjà d'un échelon de cotation, auquel cas l'amélioration significative du cours s'établit au point médian de l'écart.**

Nous sommes d'avis que la capacité d'obtenir une amélioration du cours à une fraction de cent pour un petit nombre d'actions n'a pas préséance sur la nécessité de protéger et de favoriser le marché visible et la formation des cours. Les coûts de l'utilisation d'échelons de cotation inférieurs à un cent, pour tous les participants au marché, dont les investisseurs, et pour les autorités de réglementation sont plus importants que les avantages d'une amélioration des cours aussi minime. Il s'agit notamment du coût d'opportunité associé au fait de rater l'exécution d'un ordre, en raison de la fluctuation du cours d'un échelon de cotation inférieur à un cent, et de l'augmentation des coûts des systèmes technologiques associés à l'exécution, aux données, à la conformité et à la réglementation qui toucheraient les marchés, les participants au marché et les autorités de réglementation.

Nous sommes par conséquent d'avis qu'une amélioration significative du cours devrait nécessiter une amélioration d'au moins un échelon de cotation, au sens des RUIM, par rapport au meilleur cours vendeur et acheteur national.

L'obligation d'amélioration du cours offre un avantage à l'ordre qui en bénéficie et aux ordres passifs sur les registres visibles car elle renforce la protection contre les fluctuations des cours inférieures à un cent. Ces ordres sont souvent passés par les petits investisseurs.

Toutefois, nombre de titres ont souvent déjà l'écart de cours le plus étroit possible en vertu des RUIM. Dans les cas où l'écart est déjà d'un échelon de cotation minimal, une amélioration significative du cours devrait s'établir au point médian de l'écart. Les ordres invisibles devront être liés au meilleur cours acheteur et vendeur national comme cours de référence pour pouvoir être exécutés au point médian. En effet, il n'est pas permis de saisir des ordres à un prix inférieur à un cent en vertu des RUIM, sauf dans le cas de titres négociés à moins de 0,50 \$, pour lesquels les échelons de cotation d'un demi cent sont actuellement autorisés.

Nous estimons qu'il faut réaliser l'équilibre entre l'objectif de stimuler la concurrence en matière d'exécution et de conserver des écarts étroits, et celui de ne pas encourager l'amélioration du cours à des échelons de plus en plus petits uniquement dans le but d'exécuter un ordre avant les ordres visibles. Compte tenu de la raison d'être initiale des marchés opaques (et plus récemment des ordres invisibles en général), nous devons faire la distinction entre deux intérêts très différents : *i)* le souhait sincère d'exécuter de grands ordres, qui peut s'exprimer par la volonté de fournir une amélioration du cours par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national et par l'acceptation du fait qu'il s'agit d'un coût lié aux avantages de préserver l'invisibilité des ordres, et *ii)* le souhait d'enchérir sur une cotation affichée du plus petit montant autorisé uniquement pour « intercepter » le flux d'ordres entrants. Pour les ordres visant des titres négociés à l'intérieur de l'écart minimum, l'appariement au point médian fait que les deux parties à l'opération se partagent également l'amélioration du cours. Nous estimons qu'il s'agit d'une issue raisonnable qui bénéficie non seulement aux ordres invisibles, mais aussi aux ordres entrants qui cherche l'amélioration du cours.

### **III. Consultation et prochaines étapes**

Les questions soulevées dans l'énoncé de position sont importantes et concernent tous les participants aux marchés financiers canadiens. Nos recommandations sont fondées sur notre position et sur les commentaires formulés par les participants au marché, non seulement en réponse au document de consultation et lors du forum, mais aussi à l'occasion des discussions continues avec divers intervenants. Étant donné l'incidence considérable des modifications proposées, nous invitons les intéressés à présenter des commentaires par écrit, accompagnés si possible de données à l'appui.

Lorsque nous aurons étudié les commentaires, nous proposerons les modifications réglementaires appropriées. Il pourrait s'agir de modifications aux règlements des ACVM, par exemple le Règlement 21-101, ou aux règles de l'OCRCVM, notamment les RUIM. Tout projet sera publié pour consultation conformément à la procédure habituelle.

Veillez présenter vos commentaires au plus tard le 10 janvier 2011, aux soins de la CVMO, en double exemplaire, de la façon suivante :

Alberta Securities Commission  
British Columbia Securities Commission  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
Autorité des marchés financiers  
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
Superintendent of Securities, Government Services, Terre-Neuve-et-Labrador  
Surintendant des valeurs mobilières, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest  
Nova Scotia Securities Commission  
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Superintendent of Securities, Consumer, Corporate and Insurance Services, Office of the  
Attorney General, Île-du-Prince-Édouard  
Saskatchewan Financial Services Commission  
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon

a/s John Stevenson, Secretary  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20 Queen Street West  
Suite 1900, Box 55  
Toronto (Ontario) M5H 3S8  
Courriel : [jstevenson@osc.gov.on.ca](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

M<sup>c</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  
Courriel : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

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

James Twiss, vice-président, Politique de réglementation des marchés  
Kevin McCoy, analyste principal en matière de politique, Politique de réglementation des  
marchés  
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières  
Suite 1600  
121 King Street West  
Toronto (Ontario) M5H 3T9  
Courriel : [jtwiss@iiroc.ca](mailto:jtwiss@iiroc.ca)/[kmccoy@iiroc.ca](mailto:kmccoy@iiroc.ca)

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

Prière d'adresser toute question aux personnes suivantes :

Élaine Lanouette  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4356  
[elaine.lanouette@lautorite.qc.ca](mailto:elaine.lanouette@lautorite.qc.ca)

Serge Boisvert  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4358  
[serge.boisvert@lautorite.qc.ca](mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca)

Kent Bailey  
Commission des valeurs mobilières  
de l'Ontario  
416-595-8945  
[kbailey@osc.gov.on.ca](mailto:kbailey@osc.gov.on.ca)

Ruxandra Smith  
Commission des valeurs mobilières  
de l'Ontario  
416-593-2317  
[ruxsmith@osc.gov.on.ca](mailto:ruxsmith@osc.gov.on.ca)

Tracey Stern  
Commission des valeurs mobilières  
de l'Ontario  
416-593-8167  
[tstern@osc.gov.on.ca](mailto:tstern@osc.gov.on.ca)

Doug Brown  
Commission des valeurs mobilières  
du Manitoba  
204-945-0605  
[doug.brown@gov.mb.ca](mailto:doug.brown@gov.mb.ca)

Gabrielle Kaufmann  
Alberta Securities Commission  
403-297-5303  
[gabrielle.kaufmann@asc.ca](mailto:gabrielle.kaufmann@asc.ca)

Michael Brady  
British Columbia Securities Commission  
604-899-6561  
[mbrady@bcsc.bc.ca](mailto:mbrady@bcsc.bc.ca)

Jason Alcorn  
Commission des valeurs mobilières  
du Nouveau-Brunswick  
506-643-7857  
jason.alcorn@nbsc-cvmnb.ca

Kevin McCoy  
OCRCVM  
416-943-4659  
kmccoy@iiroc.ca

## Glossaire

**appariement au point médian :** mécanisme d'exécution qui fixe le prix au point médian du meilleur cours acheteur et vendeur national.

**coûts d'impact sur le marché :** coûts causés par l'exécution d'un ordre qui fait augmenter le cours d'un titre à un niveau supérieur au cours cible pour un ordre d'achat ou qui le fait baisser à un niveau inférieur au cours cible pour un ordre de vente.

**direction préférentielle du flux d'ordres :** caractéristique des marchés qui permet d'exécuter les ordres du même participant ou adhérent avant les autres ordres dotés du même cours dans un registre central des ordres à cours limité.

**indications d'intérêt :** messages transmis par un marché et contenant certaines informations au sujet d'ordres en attente sur ce marché. Les indications d'intérêt peuvent contenir des informations sur l'un ou plusieurs des éléments suivants, mais non sur tous ces éléments, à savoir le symbole, le sens, la taille ou le cours.

**formation des cours :** le processus d'établissement des cours par l'interaction entre les acheteurs et les vendeurs.

**marché au fixage :** marché sur lequel chaque opération est effectuée à des intervalles de temps préétablis et sur lequel tous les ordres d'achat et les ordres de vente sont regroupés et exécutés en même temps. Le marché fixe le prix d'équilibre en fonction du nombre d'ordres d'achat et d'ordres de vente. Le prix d'équilibre est celui où le plus grand nombre d'ordres sont exécutés.

**marché interne :** marché sur lequel des blocs importants d'actions sont traités par des courtiers qui agissent soit à titre de mandataires et tentent de les appliquer aux ordres d'autres clients, soit à titre de contrepartistes et utilisent leurs fonds propres pour les appliquer aux ordres en stock. En règle générale, ces ordres ne sont pas affichés sur les marchés, en tout ou en partie, pendant leur traitement.

**marché opaque :** marché qui n'offre aucune transparence avant les opérations sur quelque ordre que ce soit.

**mécanisme intelligent d'acheminement des ordres :** outil technologique qui balaie divers marchés à la recherche du meilleur cours affiché et qui achemine ensuite des ordres sur ces marchés en vue de leur exécution.

**meilleur cours acheteur et vendeur national :** à l'égard d'un titre donné, le meilleur cours acheteur et vendeur d'une unité de négociation standard sur l'ensemble des marchés transparents, compte non tenu des ordres assortis de conditions particulières; aussi connu sous l'acronyme anglais NBBO.

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

**ordre en réserve (ordre iceberg) :** ordre qui n'affiche qu'une partie de son volume total à un cours auquel le participant est disposé à négocier. Lorsque la tranche visible de l'ordre est exécutée, le système de négociation du



marché génère automatiquement un autre ordre visible en puisant dans la réserve et en la diminuant d'autant.

**ordre invisible :** ordre saisi sans transparence avant les opérations sur un marché.

**ordre lié au marché :** ordre dont le prix est fixé et rajusté au besoin pour être égal, supérieur ou inférieur à un cours acheteur ou vendeur de référence ou à une valeur médiane entre le cours acheteur et vendeur.

**ordre visant à trouver de la liquidité :** ordre « actif » transitant par un marché opaque en direction d'un autre marché ou interagissant avec les ordres saisis sur un marché transparent.

**participant au marché :** membre d'une bourse, utilisateur d'un système de cotation et de déclaration d'opérations ou adhérent d'un SNP (au sens de l'article 1.1 du Règlement 21-101).

**transparence après les opérations :** faculté du public de voir de l'information sur les opérations après leur exécution, notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de l'opération.

**transparence avant les opérations :** faculté du public de voir de l'information sur les ordres saisis sur un marché, notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de saisie de l'ordre.