

Document de consultation conjoint 23-406

des ACVM et de l'OCRCVM

Internalisation du marché canadien des titres de capitaux propres

Le 12 mars 2019

Partie 1 – Introduction

À l'instar de bon nombre de territoires dans le monde, le marché canadien des titres de capitaux propres a évolué rapidement ces dernières années. Plusieurs marchés concurrents sont entrés en activité, de nouveaux participants sont arrivés sur le marché et les modes d'interaction des participants au marché ont changé. La technologie et les outils permettant d'atteindre divers objectifs d'investissement et de négociation ont modernisé le marché canadien et l'ont rendu plus efficace. Cette évolution a elle-même fait naître de nouveaux enjeux à prendre en considération. Le 5 décembre 2017, l'Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les ACVM) et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'OCRCVM), Avis du personnel 23-319, *L'internalisation des flux d'ordres et le marché canadien*¹, a été publié pour informer les parties intéressées que nous recueillions de l'information dans le but de comprendre les pratiques d'internalisation actuelles et d'examiner la manière dont ces activités s'intègrent à notre cadre réglementaire actuel.

Le présent document de consultation (le **document de consultation**) a pour but de recueillir des commentaires relativement aux préoccupations que soulève l'internalisation des ordres d'investisseurs individuels et des petits ordres sur le marché canadien des titres de capitaux propres. Publié par les ACVM et l'OCRCVM (collectivement, **nous**), ce document prévoit une période de consultation de 60 jours. Malgré l'existence d'intérêts divergents, notre objectif fondamental est d'assurer la protection des investisseurs et de favoriser l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux ainsi que la confiance dans ces marchés. Nous demandons aux intéressés de répondre aux questions qui y sont énoncées et les invitons à formuler tout commentaire général qu'ils pourraient avoir au sujet de l'internalisation.

La période de consultation prend fin le **lundi 13 mai 2019**.

Le présent document de consultation est structuré comme suit :

- la partie 2 présente des renseignements de base, y compris une description des aspects pertinents du cadre réglementaire canadien actuel et les objectifs sous-jacents;
- la partie 3 expose des données utiles relativement à l'ampleur de l'internalisation au Canada;
- la partie 4 énonce des préoccupations et des enjeux particuliers;
- la partie 5 aborde d'autres enjeux connexes.

¹ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2017/2017dec05-23-319-avis-acvm-fr.pdf>.

Partie 2 – Contexte et historique

2.1 Internalisation

Le terme « internalisation » a un sens large et peut désigner différents types d'activités de négociation. L'internalisation peut être réalisée par divers moyens. Aux fins de mise en contexte, une opération qui a été « internalisée » s'entend généralement d'une opération exécutée par un seul courtier qui agit à la fois comme acheteur et comme vendeur. Un courtier peut agir en qualité de mandataire dans les deux sens de l'opération internalisée ou pour compte propre en prenant le sens opposé d'un ordre client. Une opération peut être internalisée sur un marché de multiples façons, y compris intentionnellement, par l'exécution d'une « application intentionnelle² », ou par une « application non intentionnelle³ » réalisée sur un marché et résultant des méthodes de priorisation des appariements d'opérations. Dans le contexte canadien, notre cadre réglementaire ne permet pas l'internalisation découlant de l'exécution de l'ordre d'un courtier qui n'est pas réalisée sur un marché.

Question 1 : Selon vous, qu'est-ce que l'internalisation?

Comme nous l'avons mentionné précédemment, l'internalisation peut être intentionnelle ou non. Ce n'est pas d'hier que les courtiers prennent intentionnellement des mesures pour maximiser l'interaction entre les ordres clients ou entre les courtiers eux-mêmes et leurs clients, dans le but d'améliorer leur efficacité, d'accroître les revenus de négociation et, éventuellement, d'obtenir de meilleurs résultats pour leurs clients. Toutefois, d'aucuns s'inquiètent de l'ampleur que pourrait prendre l'internalisation par les courtiers sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres sous l'effet de l'évolution de la technologie et des stratégies de négociation et s'inquiètent de son incidence possible sur la qualité du marché canadien. De tels changements pourraient donner lieu à certaines efficacités pour les courtiers et à une amélioration des résultats pour les clients, qui doivent toutefois être mises en balance avec d'autres effets possibles. Dans la section 4.1 du présent document de consultation, nous mettons en parallèle les concepts de « bien commun » et de « bien individuel ». Il est essentiel, au cours de toute discussion concernant l'internalisation, de se pencher sur les activités et les résultats qui peuvent être favorables individuellement, mais qui pourraient réduire la qualité du marché en général.

Il importe de préciser d'emblée que nous n'avons formulé aucune conclusion concernant l'internalisation. L'internalisation touche à divers éléments de la structure des marchés, et le présent document de consultation vise à recueillir des commentaires sur plusieurs de ces éléments. Nous examinerons ces commentaires en nous interrogeant sur la manière dont la

² Une « application intentionnelle » s'entend d'une opération découlant de la saisie simultanée, par un courtier agissant à la fois comme acheteur et comme vendeur, d'une opération visant le même titre et au même cours.

³ Une « application non intentionnelle » s'entend de l'exécution d'une opération dans le cadre de laquelle deux ordres (non saisis simultanément) proviennent du même courtier. Il convient en outre de noter, aux fins du présent document de consultation, que selon la méthode d'appariement utilisée sur bon nombre de marchés canadiens, les ordres entrants provenant d'un même courtier sont appariés et exécutés en premier, même avant les ordres d'autres courtiers au même cours qui ont une priorité temporelle. Voir la rubrique « Direction préférentielle du flux d'ordres » dans la section 2.2 du présent document de consultation.

structure des marchés et les pratiques de négociation en constante évolution recoupe la réglementation existante, dans le but de nous assurer que le cadre réglementaire en place continue de protéger les investisseurs et favorise l'équité et l'efficacité du marché.

2.2 Direction préférentielle du flux d'ordres

La « direction préférentielle du flux d'ordres » dans le contexte de l'internalisation est une importante source de préoccupation. Mécanisme courant d'appariement d'ordres sur bon nombre de marchés canadiens des titres de capitaux propres, elle permet d'apparier un ordre entrant transmis à un marché et de l'exécuter avec d'autres ordres provenant du même courtier avant que soient exécutés les ordres d'autres courtiers au même cours et qui ont une priorité temporelle. Cette méthode d'appariement peut faciliter l'internalisation par l'exécution d'applications non intentionnelles.

La direction préférentielle du flux d'ordres n'est pas un concept nouveau pour le marché canadien et a vu le jour bien des années avant les marchés électroniques modernes au Canada. Traditionnellement, son inclusion dans la priorisation des appariements d'ordres à la Bourse de Toronto servait à encourager les courtiers à s'engager à inscrire des ordres dans le registre plutôt que d'apparier des ordres hors du registre pour ensuite exécuter une application intentionnelle. Elle demeure une caractéristique de l'appariement des ordres de nombreux marchés canadiens.

2.3 Historique et objectifs du cadre réglementaire canadien

Le but de notre examen de l'internalisation est de déterminer le degré d'adéquation entre les pratiques actuelles de négociation et notre cadre réglementaire et de nous assurer que les règlements répondent encore aux objectifs fixés. Même si notre cadre réglementaire permet actuellement une certaine internalisation, nous voulons nous assurer qu'il continue de :

- répondre aux objectifs réglementaires;
- promouvoir le fonctionnement équitable et efficace du marché;
- tenir compte de l'évolution du marché.

En 2001, les ACVM ont mis en œuvre des textes réglementaires visant à favoriser la concurrence entre les marchés (les **règles relatives aux marchés**⁴), lesquelles comprennent le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le **Règlement 21-101**), le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 23-101**) et les instructions générales connexes (l'**Instruction générale 21-101** et l'**Instruction générale 23-101**, respectivement).

Les règles relatives aux marchés ont été mises en place aux fins suivantes :

- promouvoir la concurrence et fournir davantage de choix aux investisseurs;
- améliorer la formation des cours;
- réduire les coûts d'exécution;
- améliorer l'intégrité du marché.

⁴ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/21-101/2001-08-31/2001aout31-21-101-avispubl-fr.pdf>.

Dans les paragraphes qui suivent, nous donnons un aperçu de certaines caractéristiques centrales du marché qui ont depuis de nombreuses années orienté la réflexion sur les changements réglementaires à apporter sur le marché canadien et qui ont servi de référence non seulement pour le développement continu des règles relatives aux marchés, mais également pour des travaux réglementaires portant sur la liquidité invisible⁵ et sur la règle sur la protection des ordres⁶. Nous présentons également un sommaire des aspects pertinents de notre cadre réglementaire et des objectifs de sa mise en œuvre.

2.3.1 Principales caractéristiques d'un marché

Les principales caractéristiques suivantes d'un marché ont été décrites dans plusieurs publications, dont le rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto sur la fragmentation du marché établi en 1997, *Responding to the Challenge*, et dans le rapport rédigé par Erik Kirzner⁷. Ces caractéristiques nous paraissent toujours pertinentes, en particulier à la lumière des préoccupations soulevées par l'internalisation.

1. Liquidité

La liquidité peut être définie comme la capacité du marché à absorber les ordres d'achat et de vente des clients sur un titre donné au dernier cours vendeur ou à un cours s'y rapprochant. Plus les ordres et les actions disponibles à un cours donné sont nombreux, plus le marché est liquide. Certaines caractéristiques propres à la liquidité sont la profondeur et l'ampleur du marché ainsi que la résilience⁸.

2. Immédiateté

L'immédiateté s'entend de la vitesse à laquelle un ordre peut être exécuté. Elle est étroitement liée à la liquidité, parce que l'augmentation de la liquidité devrait se traduire par une réduction du délai d'exécution des opérations.

3. Transparence

La transparence désigne la mesure dans laquelle l'information concernant les ordres et les opérations est diffusée en temps réel au public.

⁵ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/anterieures/valeurs-mobilieres/090930-23-404f-conspubl.pdf>.

⁶ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/23-101/2014-05-15/2014mai15-23-101-avis-cons-fr.pdf>.

⁷ Kirzner, E., *Ideal Attributes of a Marketplace*, le 22 juin 2006, dans Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Le Canada s'engage*, Volume 4 – *Maintaining a Competitive Capital Market in Canada*.

⁸ La profondeur du marché s'entend du nombre d'ordres à des cours différents qui sont inscrits dans le registre. L'ampleur du marché s'entend du nombre d'actions que les investisseurs veulent acheter ou vendre à un cours donné et de la capacité d'absorption d'un ordre entrant volumineux. La résilience est la capacité du marché à attirer des ordres de sens inverse assez rapidement en cas de fluctuation des cours.

4. Formation des cours

La formation des cours s'entend du processus par lequel est établi le prix d'exécution d'un titre. L'établissement de la juste valeur de marché d'un titre repose principalement sur deux sources : l'offre et la demande, qui indiquent la volonté d'un participant d'effectuer une opération sur le titre à un cours donné, et l'information sur les opérations.

5. Équité

L'équité s'entend à la fois de l'impression et du fait que tous les participants sont assujettis aux mêmes règles et conditions et que personne ni aucun groupe n'est indûment avantagé ou désavantagé par rapport à d'autres. L'« équité » d'un marché peut se rapporter à l'équité de l'accès à un marché donné ou au marché dans son ensemble, à l'équité de l'accès à l'information sur les opérations ou à l'équité du traitement des ordres.

6. Intégrité du marché

L'intégrité du marché s'entend du degré de confiance envers le marché dans son ensemble ou envers un marché en particulier. La confiance est étroitement liée à l'impression que les investisseurs ont de l'équité du marché et à l'efficacité de l'encadrement réglementaire.

Question 2 : **Toutes ces caractéristiques sont-elles des facteurs pertinents sur le plan de la réglementation? Dans la négative, veuillez indiquer celles qui ne le sont pas et pourquoi.**

Question 3 : **L'internalisation a-t-elle un lien avec chacune de ces caractéristiques? Si d'autres caractéristiques devraient être prises en compte dans le contexte de l'internalisation, veuillez indiquer lesquelles et pourquoi.**

2.3.2 Règles relatives aux marchés

Les règles relatives aux marchés ont été établies dans le but d'instaurer un cadre réglementaire permettant la concurrence entre les bourses et les systèmes de négociation parallèle (les **SNP**) qui :

- permettrait aux investisseurs de choisir un mode d'exécution ou le type de marché;
- améliorerait la formation des cours;
- réduirait les coûts d'exécution;
- améliorerait l'intégrité du marché⁹.

Les divers éléments des règles relatives aux marchés procèdent des principales caractéristiques d'un marché exposées ci-dessus et prévoient des exigences destinées à assurer l'équité et

⁹ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/21-101/2003-07-11/2003juil11-21-101-aviscons-fr.pdf>.

l'efficience de la négociation. Les dispositions qui concernent l'internalisation sont décrites ci-après.

a) Définition du terme « marché » et réglementation des marchés

Dans la poursuite des objectifs du cadre réglementaire, la définition du terme « marché » est un élément clé des règles relatives aux marchés. C'est ainsi qu'y sont désignés les différents types de systèmes de négociation qui appartiennent aux opérations¹⁰.

Dans le Règlement 21-101, le terme « marché » s'entend¹¹ :

- d'une bourse;
- d'un système de cotation et de déclaration d'opérations;
- de toute personne qui fournit un marché ou un mécanisme qui utilise des méthodes éprouvées, non discrétionnaires¹² afin de réunir les ordres sur des titres de nombreux acheteurs et vendeurs¹³;
- d'un courtier qui exécute hors marché une opération sur un titre coté.

L'Instruction générale 21-101 fournit les indications suivantes concernant le lien entre l'internalisation et les activités de courtage :

- Le courtier qui internalise des ordres portant sur des titres cotés et n'exécute ni ne déclare les opérations par l'entremise d'une bourse ou d'un système de cotation et de déclaration d'opérations conformément aux règles de cette bourse ou de ce système est considéré comme un marché, conformément à la définition de ce terme¹⁴.
- Le courtier qui utilise un système d'appariement des ordres d'achat et de vente ou d'appariement des ordres avec des ordres de sens inverse hors marché et qui achemine les

¹⁰ Paragraphe 1 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

¹¹ La *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario prévoit une définition semblable du terme « marché ».

¹² Selon le paragraphe 4 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101, les « méthodes éprouvées, non discrétionnaires » comprennent toute méthode qui dicte les modalités de négociation entre plusieurs acheteurs et vendeurs qui entrent des ordres dans le système. Font notamment partie de ces méthodes, le fait de fournir un mécanisme de négociation ou d'établir des règles pour les opérations entre les participants au marché. Des règles qui imposent des priorités d'exécution, comme des règles de priorité fondées sur le temps et le prix, seraient réputées des « méthodes éprouvées, non discrétionnaires ».

¹³ Le paragraphe 3 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101 précise qu'une personne est réputée regrouper des ordres sur des titres dans les deux cas suivants : *a)* si elle affiche ou fait connaître d'une autre façon aux participants au marché les indications d'intérêt en vue de négociations entrées dans le système, *b)* si elle centralise les ordres reçus en vue de leur traitement et de leur exécution (abstraction faite du niveau d'automatisation utilisé).

¹⁴ Paragraphe 1 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

ordres appariés à un marché sous forme d'application peut être considéré comme exploitant un marché¹⁵.

b) Accès équitable

L'obligation d'accès équitable empêche les marchés d'interdire sans motif valable l'accès aux services qu'ils fournissent et d'imposer des conditions d'accès ou d'autres limites à cet égard¹⁶. Elle interdit également la discrimination déraisonnable entre les clients, les émetteurs et les participants au marché¹⁷. Lorsqu'un système est considéré comme un marché (y compris lorsque les activités d'internalisation des courtiers pourraient être considérées comme tel), l'obligation d'accès équitable s'applique.

c) Meilleure exécution

Si les marchés peuvent instituer des règles supplémentaires, le Règlement 23-101 établit néanmoins l'ensemble de règles de négociation communes de base qui s'appliquent à tous les marchés afin d'en garantir l'intégrité, notamment la meilleure exécution. En vertu de la législation en valeurs mobilières, les courtiers ont l'obligation fondamentale d'agir avec honnêteté, bonne foi et équité dans leurs relations avec leurs clients. L'obligation de meilleure exécution découle de cette obligation et exige que les courtiers qui agissent pour le compte d'un client fassent des efforts raisonnables pour obtenir les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues¹⁸. Bien que la meilleure exécution ne soit pas évaluée à chaque opération, les courtiers devraient établir et suivre des politiques et des procédures pour réaliser la meilleure exécution et examiner régulièrement l'efficacité de ces politiques et procédures¹⁹.

Ces obligations visent deux objectifs : *i*) renforcer la confiance des investisseurs et *ii*) favoriser l'équité du marché.

Lorsqu'un courtier prend des mesures pour augmenter l'ampleur des ordres clients qui sont internalisés, la meilleure exécution est un élément important à considérer pour le courtier (compte tenu de ses obligations), mais également pour les ACVM et l'OCRCVM dans le contexte de travaux futurs de réglementation.

2.3.3 Règles universelles d'intégrité du marché

En vertu du Règlement 23-101, les bourses sont tenues de réglementer leurs membres directement ou par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation²⁰, et les SNP doivent retenir les services d'un tel fournisseur afin de surveiller le SNP et ses adhérents²¹. L'OCRCVM est le fournisseur de services de réglementation de tous les marchés de titres de capitaux propres au Canada et l'organisme d'autoréglementation chargé de surveiller l'ensemble

¹⁵ Paragraphe 8 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

¹⁶ Article 5.1 du Règlement 21-101.

¹⁷ Paragraphe 3 de l'article 5.1 du Règlement 21-101.

¹⁸ Partie 4 du Règlement 23-101 et Règle 3300 des courtiers membres de l'OCRCVM.

¹⁹ Paragraphe 3 de l'article 4.1 de l'Instruction générale 23-101.

²⁰ Article 7.1 du Règlement 23-101.

²¹ Article 8.3 du Règlement 23-101.

des courtiers et des opérations effectuées sur ces marchés. Les Règles universelles d'intégrité du marché (les **RUIM**) de l'OCRCVM ont pour objet de promouvoir le bon fonctionnement d'un marché équitable. Les RUIM sont « universelles » en ce sens qu'elles s'appliquent à la négociation sur l'ensemble des marchés de titres de capitaux propres et des personnes qui accèdent à ces marchés²², et elles ont été établies avec la conviction que la mise en œuvre d'un ensemble unique de règles appliquées de manière uniforme constitue le meilleur moyen de garantir l'intégrité du marché²³. Les objectifs sous-jacents des RUIM sont compatibles avec les règles relatives aux marchés et les principales caractéristiques d'un marché. Un certain nombre de dispositions des RUIM qui peuvent s'appliquer à l'internalisation sont analysées ci-après.

a) Paragraphe 6.3 des RUIM, Diffusion des ordres clients

Sous réserve de certaines exceptions, les participants²⁴ doivent immédiatement saisir les ordres clients dont la taille est inférieure à la taille requise pour qu'un ordre soit affiché sur un marché qui affiche les ordres²⁵. Les principaux objectifs réglementaires de la diffusion des petits ordres sur le marché sont les suivants :

- améliorer la liquidité;
- veiller à ce que les petits ordres pouvant être exécutés sur un marché soient exécutés et à ce que leur saisie sur le marché ne soit pas retenue ou reportée inutilement;
- contribuer à la formation des cours.

Toutefois, un courtier peut retenir un ordre si la saisie immédiate de celui-ci n'est pas dans l'intérêt du client. Le participant qui retient un ordre doit garantir ce qui suit :

- le client obtiendra un prix au moins égal à celui qu'il aurait obtenu si le courtier avait exécuté l'ordre client dès sa réception;
- si le participant exécute l'ordre contre un ordre propre, le client obtiendra un meilleur cours²⁶ que celui qu'il aurait obtenu si le courtier avait exécuté l'ordre client dès sa réception.

²² À l'heure actuelle, seuls les participants et les personnes ayant droit d'accès, au sens attribué à ces termes dans les RUIM, peuvent accéder aux marchés pour lesquels l'OCRCVM est le fournisseur de services de réglementation.

²³ https://www.bsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy2/PDF/23-401_UMI_Rules/ (version anglaise seulement).

²⁴ Dans les RUIM, le terme « participant » s'entend *a)* soit d'un courtier inscrit conformément à la législation en valeurs mobilières d'un territoire qui est, selon le cas : *i)* membre d'une bourse, *ii)* utilisateur d'un système de cotation et de déclaration d'opérations, *iii)* adhérent d'un SNP; *b)* soit d'une personne qui a accès à la négociation sur un marché et qui exerce les fonctions d'un teneur de marché des instruments dérivés.

²⁵ Sous réserve de certaines exceptions, tous les ordres visant au plus 50 unités de négociation standard doivent être saisis aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres.

²⁶ Dans les RUIM, le terme « meilleur cours » s'entend, l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre visant un titre donné : *a)* d'un cours inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours

Le paragraphe 6.3 des RUIM peut s'appliquer à l'internalisation en ce sens que, lorsque les petits ordres sont internalisés par les courtiers, il y a lieu de vérifier si certains éléments des objectifs réglementaires sont respectés.

b) Paragraphe 6.4 des RUIM, Obligation de négocier sur un marché

En vertu du paragraphe 6.4 des RUIM, les participants au marché et leurs entités liées doivent, sous réserve de certaines exceptions, exécuter les ordres sur un marché. Cette disposition a pour principal objectif réglementaire d'améliorer la liquidité, de soutenir la formation des cours et de contribuer à la transparence.

Le paragraphe 6.4 des RUIM peut s'appliquer à l'internalisation en raison du fait que dans des territoires tels que les États-Unis, l'exécution d'ordres d'investisseurs individuels peut se faire hors marché. Cette différence notable est un facteur qui influe sur la manière dont le marché canadien a évolué; nous en tiendrons compte et en discuterons à l'occasion d'éventuels travaux de réglementation.

c) Paragraphe 8.1 des RUIM, Exécution d'ordres clients pour compte propre

Selon le paragraphe 8.1 des RUIM, les transactions pour compte propre sur de petits ordres clients doivent être exécutées à un meilleur cours afin d'éviter tout conflit inhérent à ce genre de transactions²⁷ et de s'assurer que de tels conflits sont réglés à l'avantage du client. Il est précisé ce qui suit à l'article 2 de la politique 8.1 :

- Certains clients nécessitent une plus grande protection contre les conflits d'intérêts susceptibles de naître dans le cadre de transactions pour compte propre. En principe, la responsabilité qui incombe au participant à cet égard diminue si le client est un investisseur institutionnel bien informé sur l'état du marché.
- À défaut de discussions préalables où le client est informé que son ordre sera exécuté dans le cadre d'une transaction pour compte propre, ou faute d'instructions permanentes sur le traitement des ordres, le participant doit juger s'il y a lieu de prendre certaines mesures pour vérifier qu'il n'existe pas de meilleur cours.

Le paragraphe 8.1 des RUIM peut s'appliquer à l'internalisation en ce sens que, lorsqu'un courtier prend des mesures pour internaliser de petits ordres clients, ces ordres doivent être exécutés conformément aux dispositions applicables, y compris le paragraphe 8.1 des RUIM.

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 inférieur de un échelon de cotation au meilleur cours vendeur, le cours doit être inférieur d'au moins un demi-échelon de cotation; et *b)* d'un cours 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 supérieur de un échelon de cotation au meilleur cours acheteur, le cours doit être supérieur d'au moins un demi-échelon de cotation.

²⁷ Avis sur les règles 12-0130 de l'OCRCVM, à la p. 7.

d) Définition du terme « unité de négociation standard »

L'applicabilité des paragraphes 6.3 et 8.1 des RUIIM à un ordre donné est déterminée selon le seuil de 50 unités de négociation standard²⁸. Ce seuil vise à englober les petits ordres qui sont représentatifs des ordres des clients non institutionnels²⁹.

Partie 3 – Ampleur de l'internalisation au Canada

Pour commencer l'examen des enjeux liés à l'internalisation, il nous paraît approprié de comprendre l'ampleur des opérations internalisées du flux d'ordres sur les marchés canadiens. Une analyse quantitative figure, à cette fin, à l'Annexe A. Elle porte sur les éléments suivants :

- les applications intentionnelles;
- les applications non intentionnelles;
- le recours à la direction préférentielle du flux d'ordres dans certains marchés au Canada.

Les faits saillants des statistiques présentées à l'Annexe A sont exposés ci-après.

3.1 Applications intentionnelles et applications non intentionnelles

La partie 1 de l'Annexe A présente des données relatives à l'ampleur des applications intentionnelles et non intentionnelles pour la période de janvier 2016 à juin 2018. Entre autres, les données sont présentées par tranches de six mois et montrent, en volume, valeur et nombre d'opérations, la moyenne de tous les ordres d'exécution résultant d'applications intentionnelles ou non intentionnelles. Pour la période la plus récente examinée (janvier à juin 2018), ces moyennes s'établissent comme suit :

Applications non intentionnelles, en nombre	13,91 %
Applications non intentionnelles, en volume	12,75 %
Applications non intentionnelles, en valeur	13,40 %
Applications intentionnelles, en nombre	0,11 %
Applications intentionnelles, en volume	8,87 %
Applications intentionnelles, en valeur	11,67 %

Les variations nettes de la moyenne pour les six premiers mois de 2018 par rapport à celle des six premiers mois de 2016 s'établissent comme suit :

²⁸ Dans les RUIIM, le terme « unité de négociation standard » s'entend *a)* à l'égard d'un instrument dérivé, d'un contrat, *b)* à l'égard d'un titre d'emprunt qui est un titre inscrit ou un titre coté en bourse, de 1 000 \$ de capital, ou *c)* à l'égard d'un titre de participation ou d'un titre semblable : *i)* de 1 000 unités d'un titre négocié à un prix inférieur à 0,10 \$ l'unité, *ii)* de 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)* de 100 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 1,00 \$ l'unité.

²⁹ L'OCRCVM évalue en ce moment si ce seuil permet toujours l'atteinte des objectifs des dispositions des RUIIM auxquels il est applicable. La modification du seuil par suite de cette évaluation pourrait entraîner une augmentation du nombre d'ordres soumis aux paragraphes 6.3 et 8.1 des RUIIM et éventuellement avoir une incidence sur la manière dont les courtiers interagissent avec les ordres de leurs clients.

Applications non intentionnelles, en nombre	1,64 %
Applications non intentionnelles, en volume	0,90 %
Applications non intentionnelles, en valeur	1,96 %
Applications intentionnelles, en nombre	0,06 %
Applications intentionnelles, en volume	-2,66 %
Applications intentionnelles, en valeur	-1,51 %

3.2 Direction préférentielle du flux d'ordres

La partie 2 de l'Annexe A détaille l'ampleur des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres (soit l'exécution d'un ordre avant tout ordre ayant la priorité temporelle qui est saisi au même cours par un autre courtier) pour la période de janvier 2017 à juillet 2018. Comme les marchés canadiens ne sont pas tous en mesure de retracer avec précision les opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres, les données présentées ne proviennent que des marchés ayant été en mesure de fournir l'information pertinente.

L'information est présentée selon le volume total, la valeur totale et le nombre total d'opérations, de même qu'en pourcentage de ces données. Elle est ensuite présentée par type d'opération, soit de client à client, de client à inventaire et les autres.

Au cours de la période de janvier 2017 à juillet 2018, les données suivantes représentent le volume moyen, la valeur moyenne et le nombre moyen d'opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres exprimés en pourcentage du volume total, de la valeur totale et du nombre total d'opérations.

Nombre d'opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres	Moyenne exprimée en pourcentage du nombre total d'opérations
De client à client	3,91 %
De client à inventaire	1,06 %
Autres	0,35 %

Volume des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres	Moyenne exprimée en pourcentage du volume total des opérations
De client à client	4,44 %
De client à inventaire	2,03 %
Autres	0,30 %

Valeur des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres	Moyenne exprimée en pourcentage de la valeur totale des opérations
De client à client	2,54 %
De client à inventaire	1,81 %
Autres	0,27 %

Partie 4 – Préoccupations et enjeux

Les sections suivantes traitent de certaines des principales préoccupations et de certains des principaux enjeux relevés en ce qui a trait à l'internalisation. Elles abordent notamment les questions suivantes :

- l'opposition entre le bien commun et le bien individuel;
- l'incidence de la direction préférentielle du flux d'ordres dans un marché canadien en évolution;
- la façon dont les systèmes exploités par les courtiers qui tirent parti de la technologie de pointe peuvent entrer dans la définition de « marché » selon le régime réglementaire canadien (et les règles correspondantes des marchés);
- l'investisseur individuel et la segmentation des ordres d'investisseurs individuels, qui sont indissociables des préoccupations concernant l'augmentation de l'internalisation.

4.1 Opposition entre bien commun et bien individuel

L'internalisation des ordres clients peut éventuellement profiter à la fois au courtier qui internalise les ordres et à ses clients. Certains ordres clients peuvent être d'une taille suffisante pour être négociés à plusieurs cours dans un registre d'ordres, ce qui entraîne une « incidence sur le marché » et un résultat d'exécution moins avantageux. D'autres ordres peuvent être d'une taille suffisante pour devoir être acheminés à plusieurs marchés de manière à avoir accès à toute la liquidité disponible. Selon la technologie utilisée, les temps de latence du réseau et l'état du registre d'ordres au moment de l'arrivée de l'ordre sur un marché, les volumes d'exécution peuvent ne pas être ceux escomptés s'il y a eu des changements dans la liquidité disponible. Lorsqu'un courtier internalise un ordre client et l'exécute à un seul cours, la qualité d'exécution pour les clients pourrait s'en trouver accrue. Les courtiers pourraient également bénéficier d'une réduction des coûts de négociation ou de traitement post-marché, dont leurs clients pourraient bénéficier en définitive.

Compte tenu de ce qui précède, il peut sembler raisonnable d'avancer que, dans certaines circonstances, l'internalisation des ordres clients est dans l'intérêt du client et aide le courtier à remplir ses obligations de meilleure exécution. Toutefois, il y a lieu de se demander si et comment le fait que les courtiers agissent collectivement d'une manière qui maximise leurs avantages et ceux de leurs propres clients influe sur le marché dans son ensemble. Lorsqu'un courtier internalise un ordre client qui aurait autrement été négocié avec des ordres affichés, un autre participant au marché enregistré, du moins dans l'immédiat, un résultat inférieur. De plus, la concentration d'ordres interagissant en vase clos au sein de certains courtiers pourrait entraîner des résultats inférieurs pour les participants qui ne sont pas des clients de ces courtiers. Une telle

situation soulève d'importantes questions quant à l'équilibre entre les principes d'équité et d'intégrité du marché (c'est-à-dire la confiance dans le marché) et la reconnaissance du fait que la technologie a fourni les outils permettant d'obtenir des résultats de négociation offrant des avantages mesurables à certains courtiers et à leurs clients.

- Question 4 :** **Veillez nous faire part de vos réflexions sur l'opposition entre bien commun et bien individuel dans le contexte de l'internalisation et de la meilleure exécution.**
- Question 5 :** **Veillez fournir des données concernant les mesures de la qualité du marché sur lesquelles l'internalisation a eu une incidence. Veuillez préciser s'il existe des différences quantifiables entre titres de capitaux propres liquides et non liquides.**
- Question 6 :** **À l'intention des participants au marché : veuillez fournir des données illustrant les incidences que vos propres efforts (ou ceux des courtiers qui exécutent vos ordres) pour internaliser les ordres clients (par exemple, économies de coûts, amélioration de la qualité d'exécution) ou que l'internalisation effectuée par d'autres participants au marché (par exemple, qualité d'exécution inférieure, taux réduits d'exécution des ordres) ont sur vous ou sur vos clients.**

4.2 Direction préférentielle du flux d'ordres et principales caractéristiques d'un marché

La direction préférentielle du flux d'ordres est une caractéristique plutôt unique des marchés canadiens³⁰ qui a été un sujet de discorde au fil des ans. Certains participants au marché s'inquiètent du conflit apparemment inhérent à cette pratique dans des systèmes de négociation qui, par ailleurs, priorisent les répartitions d'opérations en fonction du meilleur cours, puis en fonction du moment de la saisie de l'ordre. D'autres encore considèrent que cette pratique avantage surtout les courtiers qui ont les plus gros volumes d'ordres clients, qu'elle limite l'accès à ces ordres à ces seuls courtiers et qu'elle est en porte-à-faux avec les principes généraux d'équité.

En revanche, ses défenseurs sont d'avis qu'un mécanisme d'internalisation « sur le marché » comme la direction préférentielle du flux d'ordres est plus favorable et potentiellement plus utile à la qualité du marché que les solutions de rechange. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, dans d'autres territoires, tels que les États-Unis, de nombreux ordres sont négociés « hors marché » par les courtiers et ne sont donc jamais mis en disponibilité sur le marché dans son ensemble. Si la direction préférentielle du flux d'ordres devait être interdite ou considérablement réduite, certains craignent que les courtiers cherchent d'autres moyens pour obtenir les mêmes résultats à l'extérieur des registres d'ordres transparents au Canada.

La direction préférentielle du flux d'ordres peut également être vue comme une mesure incitant les courtiers (ou leurs clients qui ont un accès direct au marché) à afficher la liquidité dans un

³⁰ Bien que la direction préférentielle du flux d'ordres ait déjà été utilisée sur certains marchés aux États-Unis, à notre connaissance, il existe actuellement peu d'autres exemples d'utilisation de ce type de priorité d'appariement sur d'autres marchés ailleurs dans le monde.

registre d'ordres transparent. Or, les opposants à cette pratique soutiennent qu'elle a un effet dissuasif sur la formation des cours, tandis que ses défenseurs affirment le contraire.

Bien que la direction préférentielle du flux d'ordres fasse partie du marché canadien depuis de nombreuses années, il n'existe à notre connaissance aucune étude ni aucune preuve démontrant qu'elle nuit à la qualité du marché. Toutefois, il est difficile de déterminer l'incidence qu'aurait sur le marché en général l'utilisation de systèmes permettant de tirer parti de la direction préférentielle du flux d'ordres et de faciliter l'internalisation automatisée (décrite plus en détail ci-après) et l'augmentation de l'ampleur des ordres pouvant ainsi être internalisés. Au fil du temps, le recours accru à la direction préférentielle du flux d'ordres afin d'internaliser des quantités beaucoup plus importantes d'ordres pourrait se faire sentir sur la liquidité, la formation des cours, l'équité et l'intégrité du marché, des caractéristiques qui, selon nous, sont importantes pour le bon fonctionnement du marché canadien. Certes, les résultats de l'exécution peuvent être positifs pour les clients, mais nous devons tenir compte de l'incidence sur le marché en général.

- Question 7 :** **Veillez nous indiquer quels sont, selon vous, les avantages ou les inconvénients de la direction préférentielle du flux d'ordres?**
- Question 8 :** **À l'intention des participants au marché : veuillez fournir, si possible, des données illustrant l'incidence (positive ou négative) de la direction préférentielle du flux d'ordres sur l'exécution de vos ordres ou de ceux de vos clients.**
- Question 9 :** **À votre avis, la direction préférentielle du flux d'ordres offre-t-elle plus d'avantages aux courtiers les plus importants?**
- Question 10 :** **La direction préférentielle du flux d'ordres a-t-elle sur les titres de capitaux propres non liquides ou peu négociés une incidence (positive ou négative) différente de celle qu'elle a sur les titres de capitaux propres liquides?**

4.3 Interprétation de la définition de « marché »

Comme nous l'avons mentionné précédemment, un marché comporte les deux caractéristiques principales suivantes :

- a)* il réunit les ordres de nombreux acheteurs et vendeurs;
- b)* il permet aux ordres d'interagir au moyen de méthodes éprouvées, non discrétionnaires.

La définition actuelle de « marché » est demeurée essentiellement la même depuis la mise en œuvre initiale des règles relatives aux marchés en 2001. Toutefois, la technologie a changé à bien des égards depuis ce temps et a contribué substantiellement à l'évolution du marché canadien des titres de capitaux propres. Elle a à la fois accru l'efficacité de notre marché et contribué à la complexité de la négociation. La technologie a également aidé les courtiers à apparier plus efficacement les ordres de leurs propres clients et à fournir des liquidités à des clients pour leur compte propre. Ces tâches étaient autrefois manuelles en grande partie, mais la technologie a permis aux courtiers de les automatiser.

4.3.1 Appariement automatisé par opposition aux ordres clients sur un marché

Le terme « appariement » n'est pas défini en tant que tel dans le Règlement 21-101, mais il désigne le processus consistant à mettre en rapport un acheteur et un vendeur, en vue de l'exécution d'une éventuelle opération. L'Instruction générale 21-101 donne des indications supplémentaires et précise qu'un système qui se contente d'acheminer des ordres non appariés à un marché pour exécution ne serait pas considéré comme un marché³¹. Toutefois, elle précise également que le courtier qui utilise un système d'appariement des ordres d'achat et de vente ou d'appariement des ordres avec des ordres de sens inverse hors marché et qui achemine les ordres appariés à un marché sous forme d'application pourrait être considéré par les autorités en valeurs mobilières du Canada comme exploitant un marché au sens du sous-paragraphe *iii* du paragraphe *a* de la définition de « marché »³².

Des systèmes peuvent être utilisés par des courtiers qui repèrent d'éventuelles occasions d'acheminer à un marché deux ordres « non appariés » qui peuvent être exécutés et internalisés au moyen de la direction préférentielle du flux d'ordres. Un courtier peut, par diverses techniques, internaliser de tels ordres avec un degré élevé de certitude.

Bien qu'ils n'aient pas été envisagés au moment de la rédaction des règles relatives aux marchés, les systèmes fonctionnant d'une manière similaire à celle qui est décrite précédemment peuvent sembler présenter les caractéristiques d'un marché au sens du Règlement 21-101 et des indications données dans l'Instruction générale 21-101. Les systèmes peuvent automatiquement repérer d'éventuelles occasions d'internalisation et utiliser divers processus servant principalement à mettre en rapport des ordres clients et des ordres pour compte propre qui, selon la méthode d'appariement d'ordres non discrétionnaire établie par un marché, pourraient être exécutés avec un degré élevé de certitude. Les ordres sont exécutés comme une application « non intentionnelle » au moyen de la direction préférentielle du flux d'ordres, mais les processus automatisés et les opérations qui en résultent sont de nature intentionnelle.

De plus, l'automatisation de ce type d'activité des courtiers pourrait élargir considérablement la portée des ordres auxquels ces processus peuvent être appliqués. Sous réserve de paramètres prédéterminés et systématiques, la technologie peut réunir ou « apparier » les ordres d'achat et de vente de grandes catégories individuelles des ordres d'un courtier. La capacité d'automatiser l'internalisation à grande échelle d'ordres clients peut également amener à se demander si les activités présentent suffisamment de caractéristiques d'un marché pour être soumises à certaines dispositions des règles relatives aux marchés.

Question 11 : Pensez-vous qu'un courtier qui internalise les ordres de manière automatisée et systématique devrait être considéré comme un « marché », au sens des règles relatives aux marchés? Pourquoi?

4.4 Segmentation des ordres d'investisseurs individuels

Dans le contexte de l'exécution des opérations, la segmentation des ordres désigne la séparation des ordres par catégorie ou type de participants au marché. Cette segmentation peut se faire par diverses méthodes et, dans le contexte canadien, elle porte généralement sur les ordres

³¹ Paragraphe 8 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

³² Paragraphe 8 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

d'investisseurs individuels. Ceux-ci comportent une proposition de valeur unique pour une variété de participants au marché. Ces ordres ont de la valeur non seulement pour le courtier responsable de leur exécution, mais aussi pour les contreparties qui prennent le sens opposé de l'ordre (y compris d'autres investisseurs, les teneurs de marché et les sociétés de négociation pour compte propre), ainsi que les marchés sur lesquels les ordres sont exécutés.

Pour les teneurs de marché ou les sociétés de négociation pour compte propre, les ordres d'investisseurs individuels ont de la valeur parce que leur négociation comporte moins de risques. Comme ils sont souvent de plus petite taille, tendent à être, dans l'ensemble, non directionnels et peuvent être perçus comme moins avertis, ils peuvent être des contreparties rentables dans les stratégies de négociation visant à fournir de la liquidité ou à saisir l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur.

Pour un courtier, une partie de la valeur des ordres d'investisseurs individuels peut également être liée à leur attrait à titre de contrepartie à une opération. Dans certains territoires, les courtiers sont souvent rémunérés pour leurs ordres d'investisseurs individuels. Des sociétés indépendantes paient pour le droit d'exécuter de tels ordres, puis effectuent des opérations hors marché pour leur compte propre. Ces types de mécanismes ne sont pas permis dans le cadre réglementaire canadien.

Les investisseurs individuels peuvent aussi avoir tendance à exiger l'exécution immédiate des opérations (c'est-à-dire utiliser des ordres au marché ou des ordres à cours limité négociables) plus fréquemment que d'autres types de clients. Les ordres d'investisseurs individuels peuvent ainsi coûter plus cher à exécuter que d'autres ordres pour un courtier, surtout lors de l'exécution sur des marchés exigeant des droits pour les ordres qui retirent de la liquidité d'un registre d'ordres (comme le barème de droits « teneur-preneur » standard sur le marché³³). Par conséquent, les courtiers peuvent chercher des moyens de réaliser la meilleure exécution des ordres d'investisseurs individuels tout en réduisant au minimum les coûts connexes.

Les ordres d'investisseurs individuels ont également de la valeur pour les marchés, car ils ont pour effet d'intéresser des fournisseurs de liquidité motivés à agir comme contreparties à ces ordres, ce qui peut entraîner une augmentation du volume des opérations, de la part de marché et des revenus du marché.

Du fait de la valeur des ordres d'investisseurs individuels pour divers participants au marché, les marchés canadiens ont proposé ou instauré un certain nombre de méthodes de segmentation tant explicite qu'implicite de ces ordres. Le barème classique de droits de négociation teneur-preneur est devenu un barème teneur-preneur inversé, selon lequel un rabais est versé pour un ordre qui retire de la liquidité d'un registre d'ordres et des droits sont imposés pour l'exécution d'un ordre qui fournit de la liquidité. Le barème de droits inversé est attrayant pour les courtiers d'investisseurs individuels soucieux des coûts et pour les fournisseurs de liquidité qui cherchent à prendre le sens opposé des ordres d'investisseurs individuels et qui sont disposés à payer des droits pour ce faire.

³³ Selon le barème de droits de négociation teneur-preneur, des droits sont imposés pour l'exécution d'un ordre qui retire de la liquidité d'un registre d'ordres et un rabais est versé au fournisseur de liquidité pour la même opération.

Depuis de nombreuses années, les marchés opaques³⁴ au Canada suscitent également des considérations liées à la segmentation des ordres et à l'internalisation. Par exemple, en 2010, Alpha ATS LP a proposé d'introduire IntraSpread, mécanisme de négociation d'ordres invisibles faisant partie d'Alpha ATS qui cherchait à faire approuver l'introduction d'un ordre SDL (*Seek Dark Liquidity*, c'est-à-dire « recherche de liquidité invisible ») destiné à être négocié uniquement au moyen de liquidité invisible sur IntraSpread et au moyen d'ordres provenant du même courtier³⁵. Cette caractéristique d'internalisation explicite a soulevé des préoccupations chez le personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la principale autorité de réglementation d'Alpha ATS à ce moment-là) et chez certains intervenants ayant participé au processus de consultation publique. La proposition a été ultérieurement révisée³⁶, mais visait au départ à établir un mécanisme offrant aux fournisseurs de liquidité la possibilité d'interagir exclusivement avec les ordres d'investisseurs individuels d'une manière qui permettrait d'améliorer les cours des ordres de clients individuels et qui donnerait aux courtiers d'investisseurs individuels un moyen de gérer plus efficacement les coûts de négociation.

En outre, certains marchés ont imposé des délais de traitement des ordres qui visent à en ralentir l'exécution. Dans certains cas, ces délais sont implicitement appliqués de manière à rendre le marché potentiellement moins attrayant pour certains ordres et certaines stratégies de négociation (telles que celles des investisseurs institutionnels) et peut-être plus intéressant pour les courtiers d'investisseurs individuels et les contreparties cherchant à négocier des ordres d'investisseurs individuels.

Les bourses reconnues au Canada ont utilisé d'autres méthodes pour segmenter les ordres d'investisseurs individuels. Les programmes associés aux teneurs de marché boursier ont été révisés de manière à permettre aux teneurs de marché, dans certaines circonstances, d'interagir plus exclusivement avec les ordres d'investisseurs individuels. Ces programmes permettent essentiellement au teneur de marché d'interagir avec les ordres « admissibles » au meilleur cours acheteur ou vendeur disponible, après que tous les ordres visibles sur ce marché ont été négociés. La définition d'ordre « admissible » se limite essentiellement aux ordres d'investisseurs individuels. Un teneur de marché a ainsi la possibilité d'interagir exclusivement avec le solde restant de l'ordre d'un investisseur individuel qui a été négocié avec toute la liquidité disponible au meilleur cours acheteur ou vendeur.

La segmentation n'est pas opérée que par les marchés. Ainsi, lorsqu'ils élaborent des systèmes pour internaliser les ordres, tels que ceux mentionnés précédemment, les courtiers peuvent segmenter expressément les ordres de leurs propres clients, en ciblant les ordres de leurs clients individuels et en excluant ceux d'autres types de clients. Les préoccupations récemment exprimées sur la croissance de l'internalisation chez les courtiers reposent en grande partie sur la prémisse voulant que les systèmes soient utilisés pour segmenter et internaliser principalement les ordres d'investisseurs individuels, ce qui réduirait considérablement la possibilité pour le

³⁴ Un marché opaque est un marché qui n'affiche pas publiquement les ordres avant les opérations.

³⁵ Voir http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/ats_20100716_proposed-changes.pdf (en anglais seulement).

³⁶ Voir http://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces_ats_20101214_rfc-intraspread.htm (en anglais seulement).

marché dans son ensemble d'interagir avec ces ordres et, dès lors, pourrait entraîner des résultats d'exécution inférieurs pour les participants au marché en général.

La tendance constante à la segmentation des ordres d'investisseurs individuels soulève des questions importantes, semblables à celles qui se posent relativement à l'internalisation et de façon plus large dans le contexte des principales caractéristiques d'un marché.

Question 12 : **Considérez-vous que la segmentation des ordres est une source de préoccupation? Pourquoi? Votre avis diffère-t-il selon que la segmentation des ordres est réalisée par un courtier qui internalise ses propres ordres ou qu'elle est réalisée par les marchés ?**

4.5 Internalisation et investisseurs individuels

L'investisseur individuel est indissociable de toute analyse de l'internalisation. Dans les sections 4.1 à 4.3 du présent document de consultation, nous avons souligné des enjeux précis concernant les systèmes élaborés par les courtiers qui estompent la distinction entre les activités des courtiers et celles des marchés, et exposé des préoccupations relatives au caractère équitable de la direction préférentielle du flux d'ordres. En outre, nous abordons un enjeu qui s'inscrit dans un contexte plus général, à savoir l'opposition entre le « bien individuel » et le « bien commun » de l'ensemble du marché. Même si les ordres provenant de divers participants au marché peuvent être internalisés par divers moyens, les préoccupations récemment exprimées portent principalement sur les ordres d'investisseurs individuels.

Les discussions entourant le traitement des ordres des investisseurs individuels ne datent pas d'hier. En effet, bon nombre des questions relatives à la structure du marché que le personnel des ACVM, le personnel de l'OCRCVM et le secteur dans son ensemble ont examinées au cours des dernières années sont en quelque sorte liées à ce type d'ordres. Comme il a été mentionné précédemment, l'exécution des ordres d'investisseurs individuels a été un élément important de l'élaboration du cadre relatif à la liquidité invisible, des modifications apportées à la règle sur la protection des ordres, ainsi que des diverses propositions des marchés concernant les barèmes de droits, les délais dans le traitement des ordres et les mécanismes de tenue de marché. Elle a également été l'objet d'une publication des ACVM en 2014 faisant état des inquiétudes au sujet de la pratique consistant à acheminer des ordres d'investisseurs individuels vers les États-Unis aux fins d'exécution³⁷. Dans cette publication, les ACVM ont affirmé que « *[l]es ordres des investisseurs individuels constituent un élément essentiel de l'écosystème des marchés canadiens, et [que] les ACVM continuent d'appuyer le cadre réglementaire actuel, notamment en ce qui a trait au processus de formation des cours, qui met l'accent sur l'importance de ces ordres pour assurer la qualité du marché canadien des titres de capitaux propres* ». Nous avons en outre exprimé nos préoccupations en ce qui concerne l'intérêt public en déclarant que les ACVM craignent « *que la généralisation du transfert des flux d'ordres d'investisseurs individuels vers les courtiers américains puisse nuire à la qualité du marché canadien et dégrader la qualité de l'exécution des ordres passés par les investisseurs.* » Ces mêmes questions demeurent pertinentes dans le contexte du présent document de consultation sur l'internalisation.

³⁷ Voir <https://lautorite.qc.ca/grand-public/salle-de-presse/actualite/fiche-dactualite/les-autorites-en-valeurs-mobilieres-du-canada-se-preoccupent-du-reacheminement-des-ordres-passes-par/>.

Il est clair que les ordres d'investisseurs individuels ont une valeur pour divers participants au marché, et divers intervenants du secteur ont engagé des ressources appréciables dans la création de moyens d'extraire cette valeur afin qu'elle bénéficie à certains, mais pas nécessairement à tous. Dans le contexte des enjeux concernant l'internalisation, nous examinons si notre cadre réglementaire peut traiter directement les questions et les problèmes liés à l'exécution des ordres d'investisseurs individuels d'une manière qui protège les intérêts de ces investisseurs tout en permettant au marché canadien des titres de capitaux propres de continuer de réunir tous les types de participants d'une manière transparente et efficiente et, le cas échéant, comment il peut le faire.

Question 13 : **Estimez-vous que la structure du marché canadien et le cadre réglementaire existant permettent d'obtenir des résultats d'exécution optimaux pour les ordres d'investisseurs individuels? Pourquoi?**

Question 14 : **Les ACVM et l'OCRCVM devraient-ils envisager de modifier le cadre réglementaire pour tenir compte des considérations relatives aux ordres d'investisseurs individuels? Dans l'affirmative, veuillez donner votre point de vue sur des questions précises qui pourraient être abordées et les solutions proposées.**

Partie 5 – Autres enjeux connexes

Plusieurs autres éléments de la structure du marché canadien sont liés à l'internalisation. Nous n'en avons cependant pas traité en détail dans le présent document de consultation ou encore ces éléments n'entraient pas dans le cadre d'analyse des approches réglementaires potentielles de la question.

5.1 Opérations en bloc

Comme il en a été question, l'internalisation peut désigner différents types d'activités de négociation et peut se réaliser par divers moyens. L'un de ceux-ci est l'exécution d'une application intentionnelle, opération dans laquelle le courtier tente de trouver une contrepartie à un ordre client ou engage ses propres capitaux et assume le risque en agissant comme contrepartie à l'opération. Communément appelée « marché interne », la rétention de grands ordres pour les empêcher d'entrer immédiatement sur un marché est une pratique de longue date sur le marché canadien. Il se peut que ces opérations soient internalisées à terme, éventuellement à l'exclusion des ordres d'autres participants au marché, mais nous n'avons pas l'intention d'envisager de modifications réglementaires à cet égard, car nous sommes d'avis que ces activités peuvent faire partie intégrante à la fois de l'exécution de grands ordres et du fonctionnement efficient du marché canadien.

5.2 Liquidité invisible

Le cadre réglementaire régissant la liquidité invisible au Canada, issu d'une collaboration entre les ACVM et l'OCRCVM, a été mis en œuvre en 2012 afin d'équilibrer l'utilisation des ordres non affichés et de soutenir le processus de formation des cours. Les éléments clés du cadre sont la priorisation des ordres affichés sur les ordres non affichés au même cours sur le même marché et l'amélioration significative du cours des petits ordres exécutés contre des ordres non affichés.

On trouvera à la section 4.4 du présent document de consultation une brève description du lien historique entre l'utilisation de la liquidité invisible et la segmentation des ordres.

Nous envisagerons des manières éventuelles de régler la question de l'exécution des ordres d'investisseurs individuels, mais demeurons convaincus que le cadre relatif à la liquidité invisible établit un bon équilibre qui protège le processus de formation des cours tout en reconnaissant que la liquidité invisible joue un rôle important dans l'exécution de certaines stratégies de négociation et que l'on doit en tenir compte afin de réaliser la meilleure exécution des ordres clients. Nous n'avons pas pour le moment l'intention de réviser le cadre relatif à la liquidité invisible.

5.3 Barèmes de droits de négociation

Nous avons décrit le lien entre les barèmes de droits de négociation et l'internalisation, et le fait que les marchés se servent des barèmes de droits de négociation pour attirer ou segmenter les ordres, y compris ceux d'investisseurs individuels. Bien que les barèmes de droits de négociation soient un aspect important du débat sur l'internalisation, nous n'avons pas pour le moment l'intention d'envisager des changements qui pourraient avoir une incidence sur les barèmes qu'appliquent actuellement les marchés canadiens. En outre, le 18 décembre 2018, les ACVM ont publié pour consultation un projet d'étude pilote pour examiner l'incidence d'une limitation ou d'une interdiction des paiements de rabais par les marchés³⁸.

Question 15 : Y a-t-il d'autres aspects sur lesquels nous devrions nous pencher dans le cadre de notre examen?

Partie 6 – Prochaines étapes

Dans le présent document de consultation, nous demandons des commentaires sur divers points liés à l'internalisation. Comme la question est d'importance, nous devons veiller à ce que toutes les parties intéressées aient l'occasion de s'exprimer et à ce que tous les commentaires soient pris en compte dans notre analyse de la réglementation. En conséquence, dans le présent document de consultation, nous ne formulons pas de conclusions ni ne proposons les prochaines étapes. Nous examinerons tous les commentaires reçus et déterminerons les suites à donner à la fin de la phase de consultation.

Commentaires et observations

Nous invitons les intervenants à nous faire part de leurs commentaires sur les enjeux abordés dans le présent document de consultation. Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prendra fin le **lundi 13 mai 2019**.

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **13 mai 2019**. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

³⁸ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2018/2018dec18-23-323-avis-acvm-cons-fr.pdf>.

Veillez adresser vos commentaires à tous les membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, gouvernement de l'Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Superintendent of Securities, Department of Service NL, gouvernement de Terre-Neuve-et-Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, ministère de la Justice, gouvernement du Nunavut

Veillez **n'**envoyer vos commentaires **qu'**aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, rue du Square-Victoria, 4^e étage
C.P. 246, Place Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
22nd Floor
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-2318
comments@osc.gov.on.ca

OCRCVM
Kevin McCoy
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
Suite 2000, 121 King Street West
Toronto (Ontario) M5H 3T9
kmccoy@iiroc.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Tous les commentaires seront affichés sur le site Web de l'Alberta Securities Commission au www.albertasecurities.com, de l'Autorité des

marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.gov.on.ca. Par conséquent, nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe qu'ils précisent en quel nom leur mémoire est présenté.

Partie 7 – Questions

Veillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

Roland Geiling Analyste en produits dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers roland.geiling@lautorite.qc.ca	Serge Boisvert Analyste en réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca
Lucie Prince Analyste Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers lucie.prince@lautorite.qc.ca	Kent Bailey Trading Specialist, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario kbailey@osc.gov.on.ca
Kortney Shapiro Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario kshapiro@osc.gov.on.ca	Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tstern@osc.gov.on.ca
Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission sasha.cekerevac@asc.ca	Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission bsinclair@bcsc.bc.ca
Kevin McCoy Vice-président à la politique de réglementation des marchés et à la conformité de la conduite OCRCVM kmccoy@iiroc.ca	

Annexe A

Analyse quantitative de l'internalisation sur les marchés canadiens

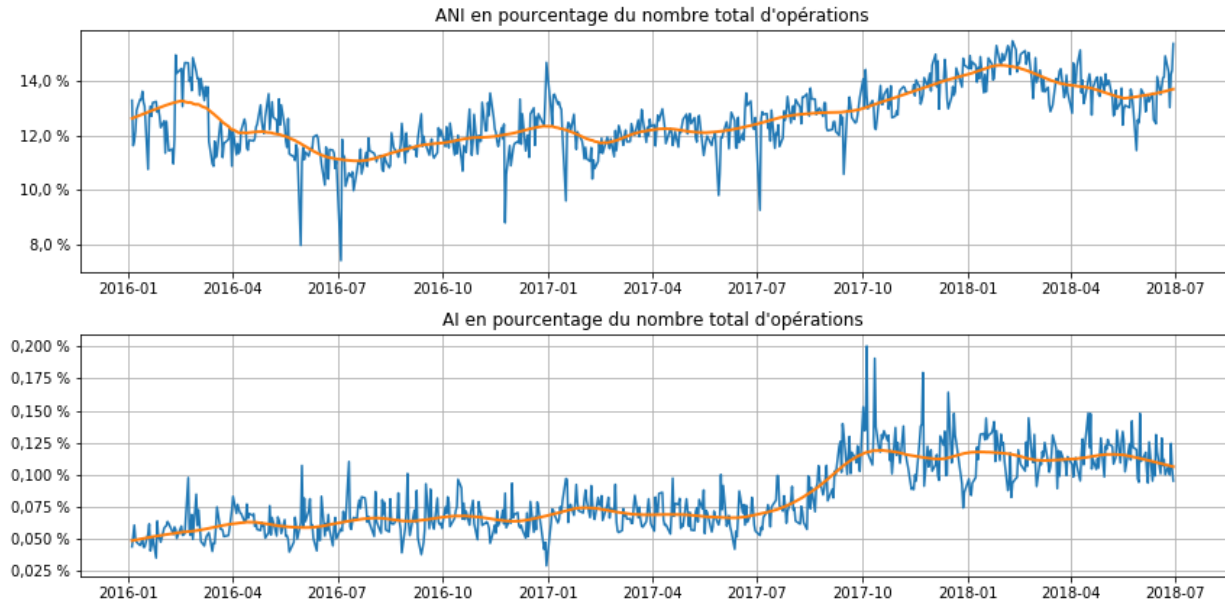
La présente annexe présente une analyse quantitative des activités de négociation et des caractéristiques associées à l'internalisation des ordres.

La partie 1 de l'annexe fournit des données sur l'occurrence des applications intentionnelles et non intentionnelles dans tous les marchés canadiens pour la période de janvier 2016 à juin 2018 selon les données transmises à l'OCRCVM par chaque marché à l'aide du signal MRF (*Market Regulation Feed*).

La partie 2 de l'annexe traite de l'ampleur de la direction préférentielle du flux d'ordres. Seules sont utilisées dans cette partie les données fournies par les marchés qui sont en mesure de retracer avec exactitude les opérations résultant d'ordres ne respectant pas la priorité temporelle du fait de la direction préférentielle du flux d'ordres pour les périodes de janvier 2017 à juillet 2018.

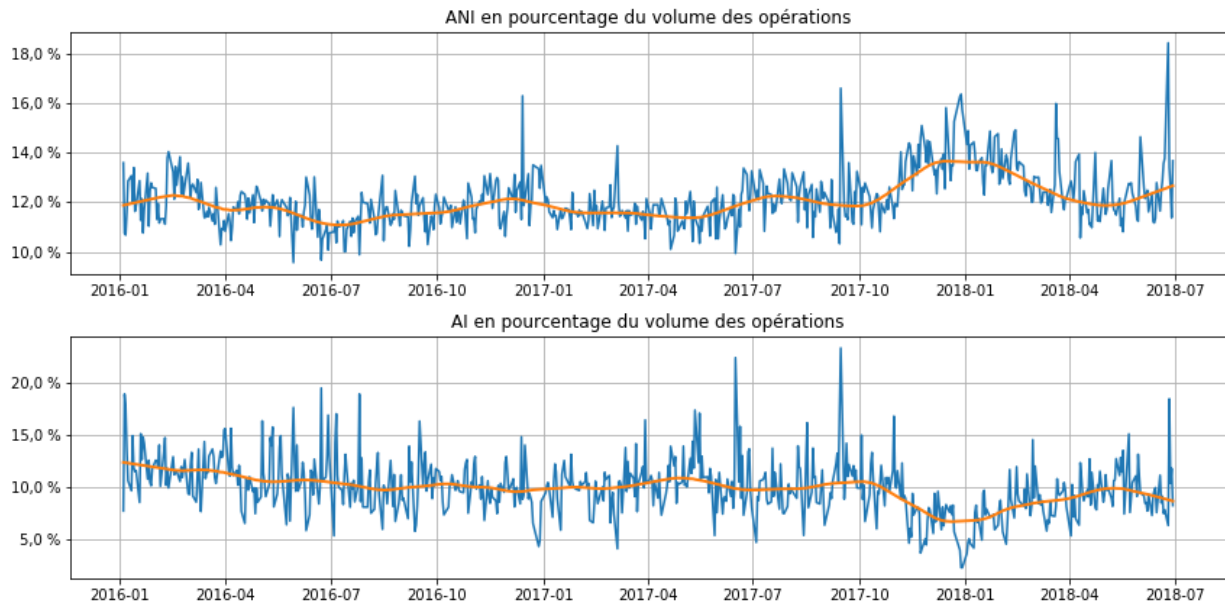
Partie 1

Figure 1 – Pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications non intentionnelles (ANI) ou intentionnelles (AI) sur le nombre total d’opérations



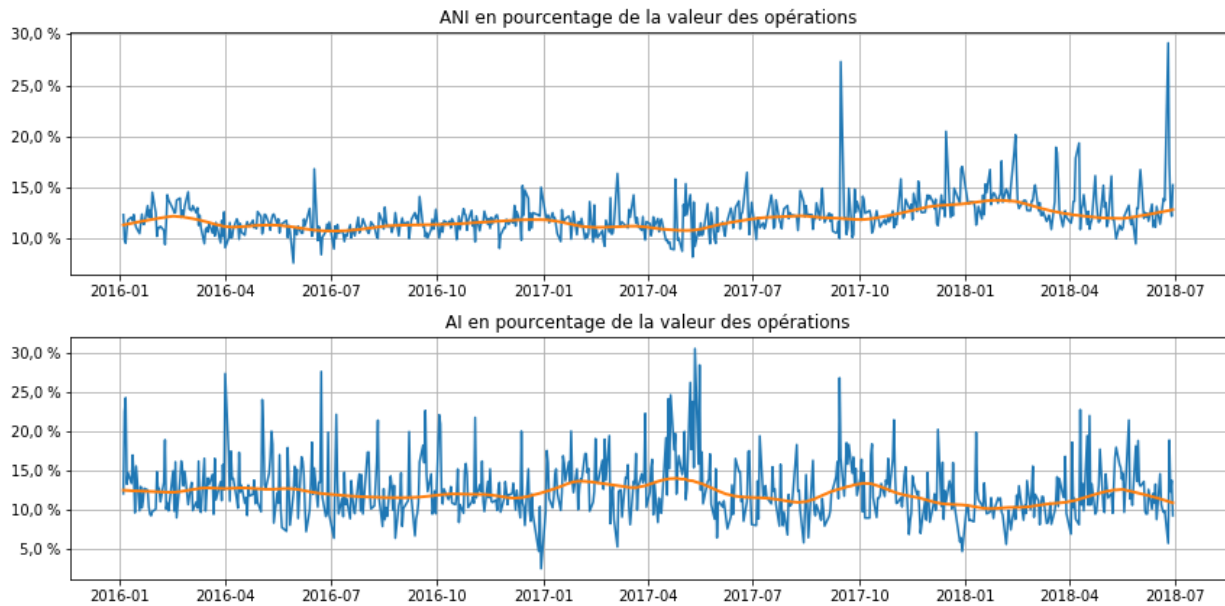
Cette figure indique le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications sur le nombre total d’opérations. Le graphique du haut montre les applications non intentionnelles tandis que celui du bas montre les applications intentionnelles. Le tableau 1 fournit un résumé des moyennes ainsi que des variations de pourcentages au cours de la période.

Figure 2 – Pourcentage du volume d’opérations exécutées au moyen d’applications non intentionnelles ou intentionnelles sur le volume total des opérations



Cette figure indique le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications sur le volume total des opérations. Le graphique du haut montre les applications non intentionnelles tandis que celui du bas montre les applications intentionnelles. Le tableau 1 fournit un résumé des moyennes ainsi que des variations de pourcentages au cours de la période.

Figure 3 – Pourcentage de la valeur des opérations exécutées au moyen d’applications non intentionnelles ou intentionnelles sur la valeur totale des opérations



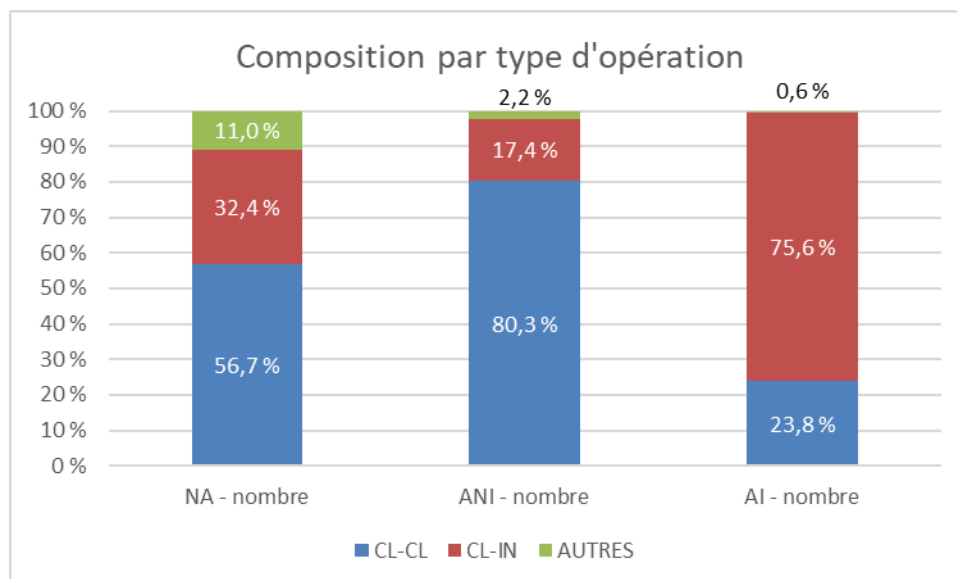
Cette figure indique le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications sur la valeur totale des opérations. Le graphique du haut montre les applications non intentionnelles tandis que celui du bas montre les applications intentionnelles. Le tableau 1 fournit un résumé des moyennes ainsi que des variations de pourcentages au cours de la période.

Tableau 1 – Moyennes des applications non intentionnelles et intentionnelles sur six mois

	2016	2016	2017	2017	2018		Variation au cours des périodes 1 à 5
	Période 1	Période 2	Période 3	Période 4	Période 5		
	Janv. - juin	Juil. - déc.	Janv. - juin	Juil. - déc.	Janv. - juin	Variation nette	Variation en pourcentage
Applications non intentionnelles, en nombre	12,27 %	11,64 %	12,07 %	13,12 %	13,91 %	1,64 %	13,41 %
Applications non intentionnelles, en volume	11,85 %	11,70 %	11,58 %	12,62 %	12,75 %	0,90 %	7,60 %
Applications non intentionnelles, en valeur	11,44 %	11,39 %	11,48 %	12,65 %	13,40 %	1,96 %	17,13 %
Applications intentionnelles, en nombre	0,06 %	0,07 %	0,07 %	0,10 %	0,11 %	0,06 %	94,52 %
Applications intentionnelles, en volume	11,53 %	10,03 %	10,46 %	9,41 %	8,87 %	-2,66 %	-23,09 %
Applications intentionnelles, en valeur	13,18 %	12,13 %	13,82 %	12,09 %	11,67 %	-1,51 %	-11,46 %

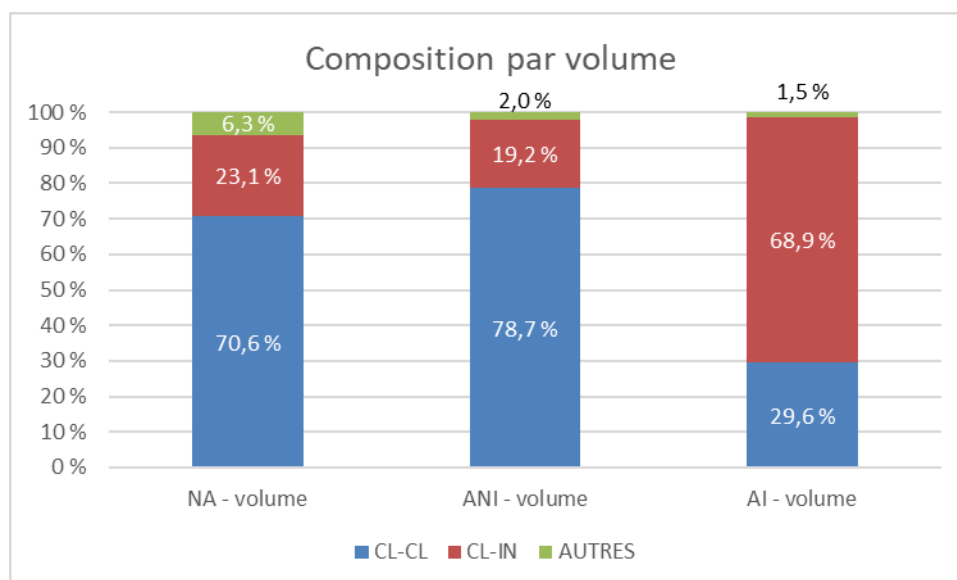
Le tableau 1 indique, en nombre d'opérations, volume total et valeur totale, les pourcentages moyens d'opérations exécutées au moyen d'applications intentionnelles et non intentionnelles sur le nombre total d'opérations pour une période de six mois. La variation nette est calculée en comparant la période 1 (janvier à juin 2016) à la période 5 (janvier à juin 2018). La variation au cours des périodes 1 à 5 correspond à la variation nette exprimée en pourcentage du pourcentage de la période 1. Les variations nettes et les variations de pourcentages peuvent ne pas être exactes, les chiffres ayant été arrondis.

Figure 4 – Opérations au moyen d’applications par type de compte – comparaison avec les opérations non exécutées au moyen d’applications (NA)



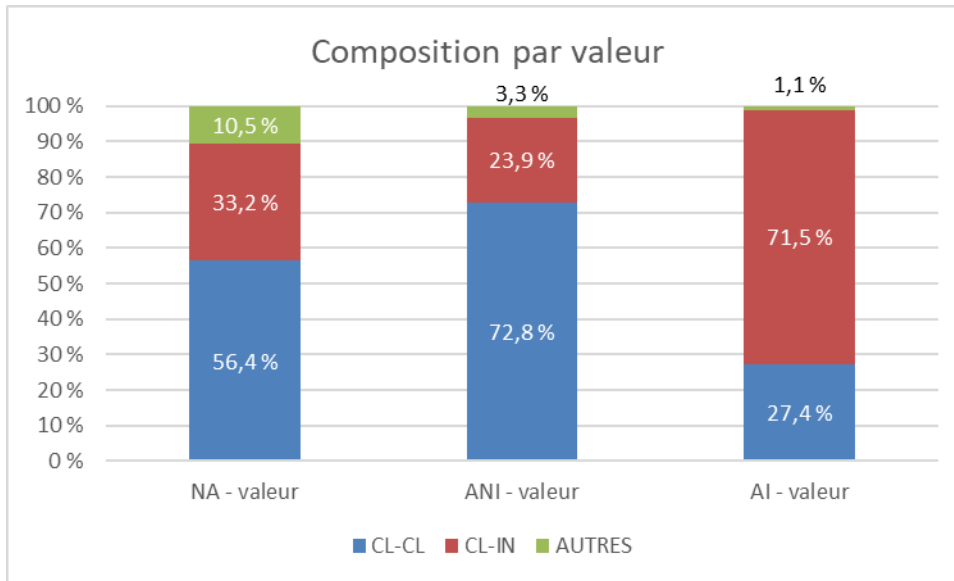
Cette figure indique, par nombre d’opérations et types de clients, le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications intentionnelles et non intentionnelles. Aux fins de comparaison, les données par types de clients pour les opérations non exécutées au moyen d’applications sont également fournies. Les données « AUTRES » visent toute opération relative à un type de compte qui n’est pas CL-CL ou CL-IN.

Figure 5 – Volume des opérations exécutées au moyen d’applications – comparaison avec le volume des opérations non exécutées au moyen d’applications



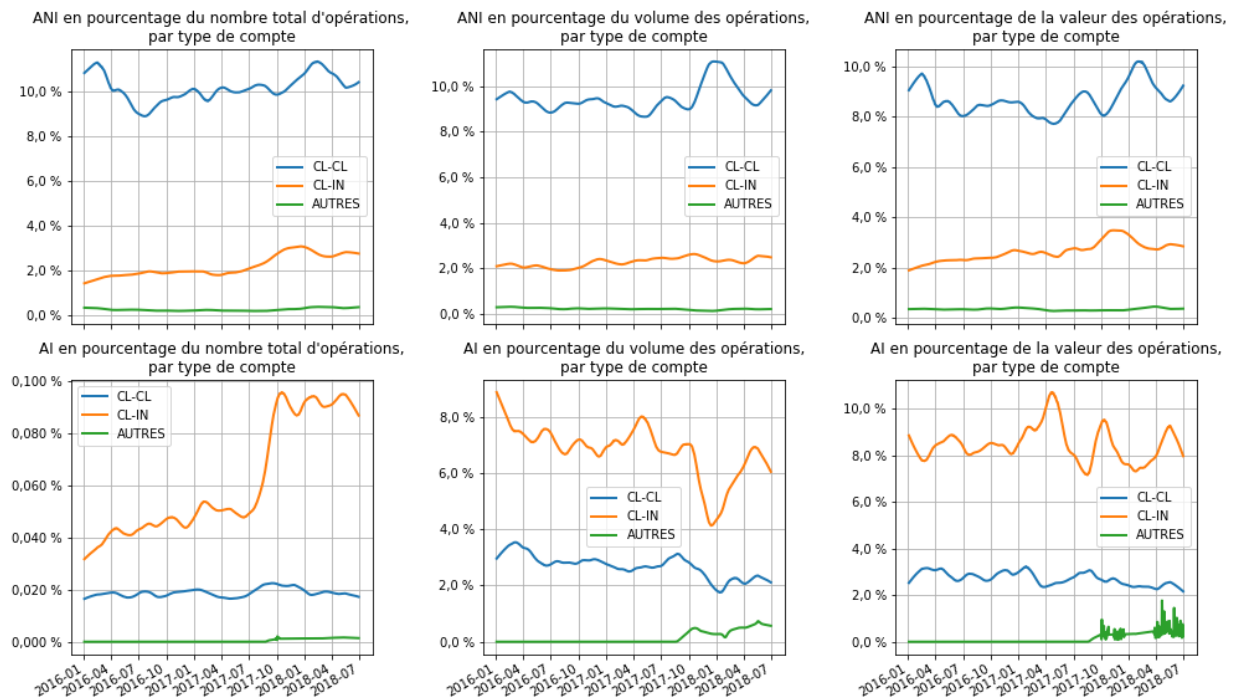
Cette figure indique, par volume d’opérations et types de clients, le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications intentionnelles et non intentionnelles. Aux fins de comparaison, les données par types de clients pour les opérations non exécutées au moyen d’applications sont également fournies.

Figure 6 – Valeur des opérations exécutées au moyen d’applications – comparaison avec la valeur des opérations non exécutées au moyen d’applications



Cette figure indique, par valeur des opérations et types de clients, le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications intentionnelles et non intentionnelles. Aux fins de comparaison, les données par types de clients pour les opérations non exécutées au moyen d’applications sont également fournies.

Figure 7 – Opérations exécutées au moyen d’applications – par type de compte



Cette figure montre, par type de client, la variation du nombre, du volume total et de la valeur totale des opérations exécutées au cours de la période. Les pourcentages reposent sur la totalité des opérations exécutées dans l’ensemble des marchés.

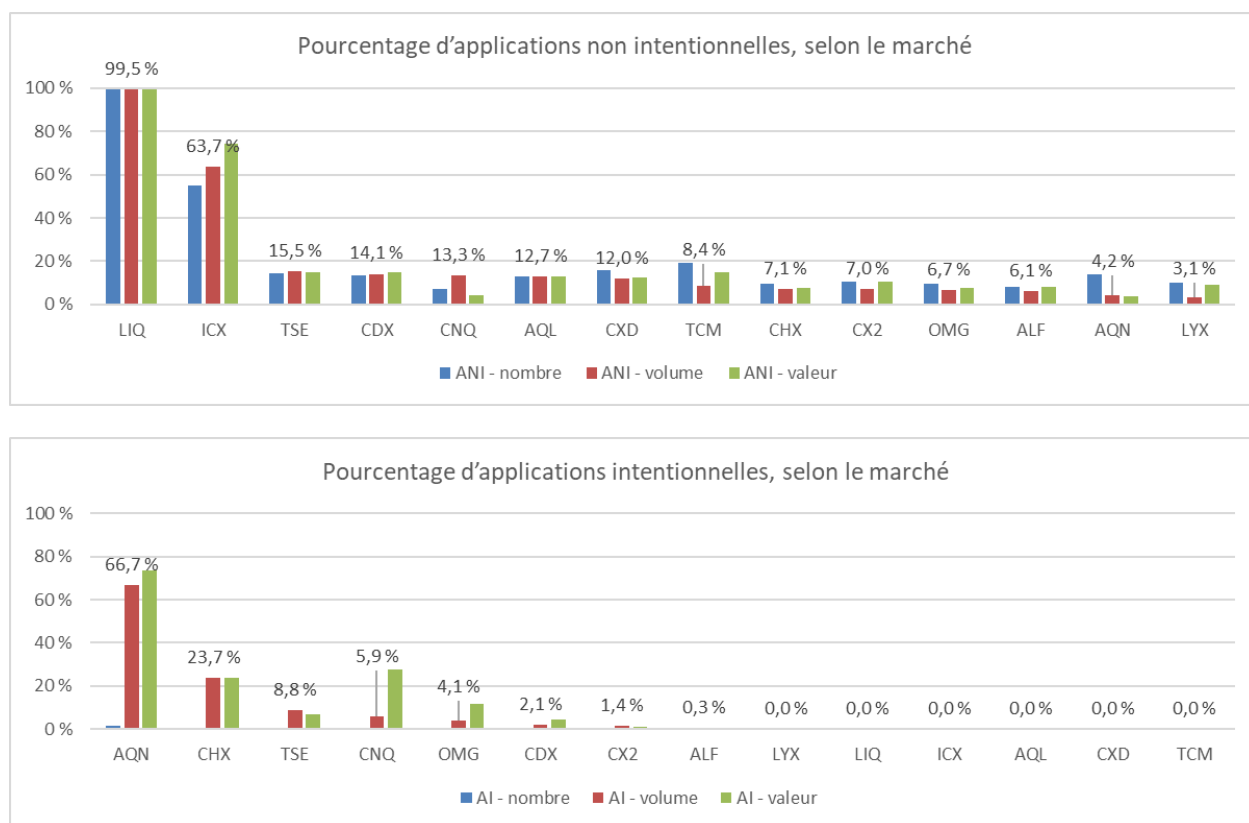
Tableau 2 – Opérations exécutées au moyen d’applications – par type de compte – moyennes sur six mois

		2016	2016	2017	2017	2018		Variation au
		Période	Période	Période	Période	Période		cours des
		1	2	3	4	5		 périodes 1 à 5
		Janv. -	Juil. -	Janv. -	Juil. -	Janv. -	Variation	Variation en
		juin	déc.	juin	déc.	juin	nette	pourcentage
Applications non intentionnelles, en nombre	CL-CL	10,25 %	9,47 %	9,89 %	10,13 %	10,72 %	0,47 %	4,60 %
Applications non intentionnelles, en nombre	CL-IN	1,73 %	1,95 %	1,95 %	2,74 %	2,81 %	1,08 %	62,40 %
Applications non intentionnelles, en nombre	AUTRES	0,29 %	0,23 %	0,24 %	0,25 %	0,39 %	0,10 %	33,90 %
Applications non intentionnelles, en valeur	CL-CL	8,80 %	8,46 %	8,22 %	8,79 %	9,95 %	1,14 %	13,00 %
Applications non intentionnelles, en valeur	CL-IN	2,25 %	2,53 %	2,91 %	3,51 %	3,00 %	0,75 %	33,50 %
Applications non intentionnelles, en valeur	AUTRES	0,39 %	0,40 %	0,36 %	0,35 %	0,45 %	0,06 %	16,20 %
Applications non intentionnelles, en volume	CL-CL	9,37 %	9,31 %	8,97 %	9,83 %	10,12 %	0,75 %	8,00 %
Applications non intentionnelles, en volume	CL-IN	2,18 %	2,14 %	2,38 %	2,58 %	2,40 %	0,22 %	10,10 %

Applications non intentionnelles, en volume	AUTRES	0,30 %	0,25 %	0,23 %	0,21 %	0,23 %	-0,07 %	-23,30 %
Applications intentionnelles, en nombre	CL-CL	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,00 %	2,60 %
Applications intentionnelles, en nombre	CL-IN	0,04 %	0,05 %	0,05 %	0,08 %	0,09 %	0,05 %	132,90 %
Applications intentionnelles, en nombre	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	s.o.
Applications intentionnelles, en valeur	CL-CL	4,13 %	3,75 %	3,56 %	3,23 %	2,56 %	-1,58 %	-38,10 %
Applications intentionnelles, en valeur	CL-IN	9,04 %	8,38 %	10,26 %	8,65 %	8,64 %	-0,40 %	-4,50 %
Applications intentionnelles, en valeur	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,20 %	0,47 %	0,47 %	s.o.
Applications intentionnelles, en volume	CL-CL	3,54 %	3,16 %	2,96 %	2,94 %	2,24 %	-1,30 %	-36,80 %
Applications intentionnelles, en volume	CL-IN	7,99 %	6,86 %	7,50 %	6,24 %	6,16 %	-1,83 %	-22,90 %
Applications intentionnelles, en valeur	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,23 %	0,48 %	0,47 %	s.o.

Le tableau 2 indique les pourcentages moyens d'applications intentionnelles et non intentionnelles par type de compte ainsi que selon la moyenne du nombre, du volume total et de la valeur totale des opérations sur une période de six mois. La variation nette est calculée en comparant la période 1 (janvier à juin 2016) à la période 5 (janvier à juin 2018). La variation au cours des périodes 1 à 5 correspond à la variation nette exprimée en pourcentage du pourcentage de la période 1. Les variations nettes et les variations de pourcentages peuvent ne pas être exactes, les chiffres ayant été arrondis.

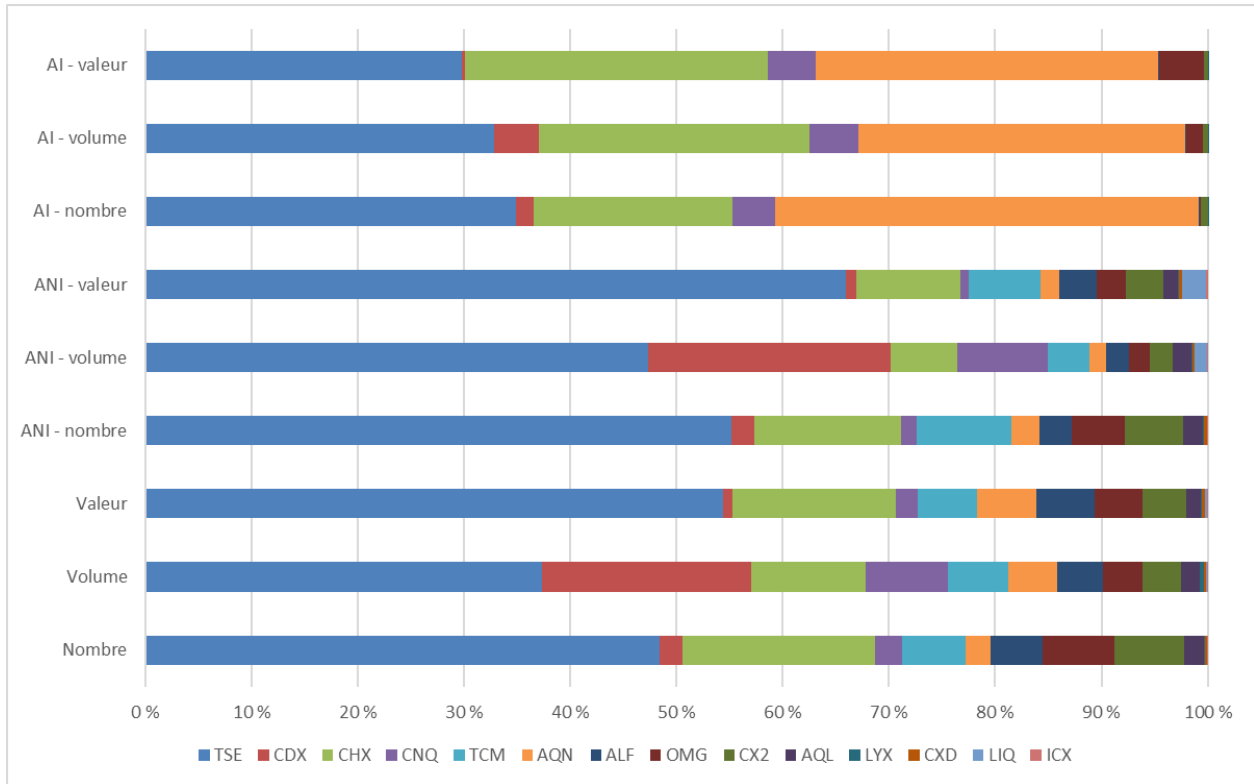
Figure 8 – Pourcentage d’applications selon le marché³⁹ – sur l’ensemble des opérations



Cette figure indique, selon le nombre total, le volume total et la valeur totale des opérations, le pourcentage d’applications intentionnelles et non intentionnelles relativement aux opérations pour compte propre de chaque marché. Les pourcentages figurant au-dessus des bandes correspondent au volume.

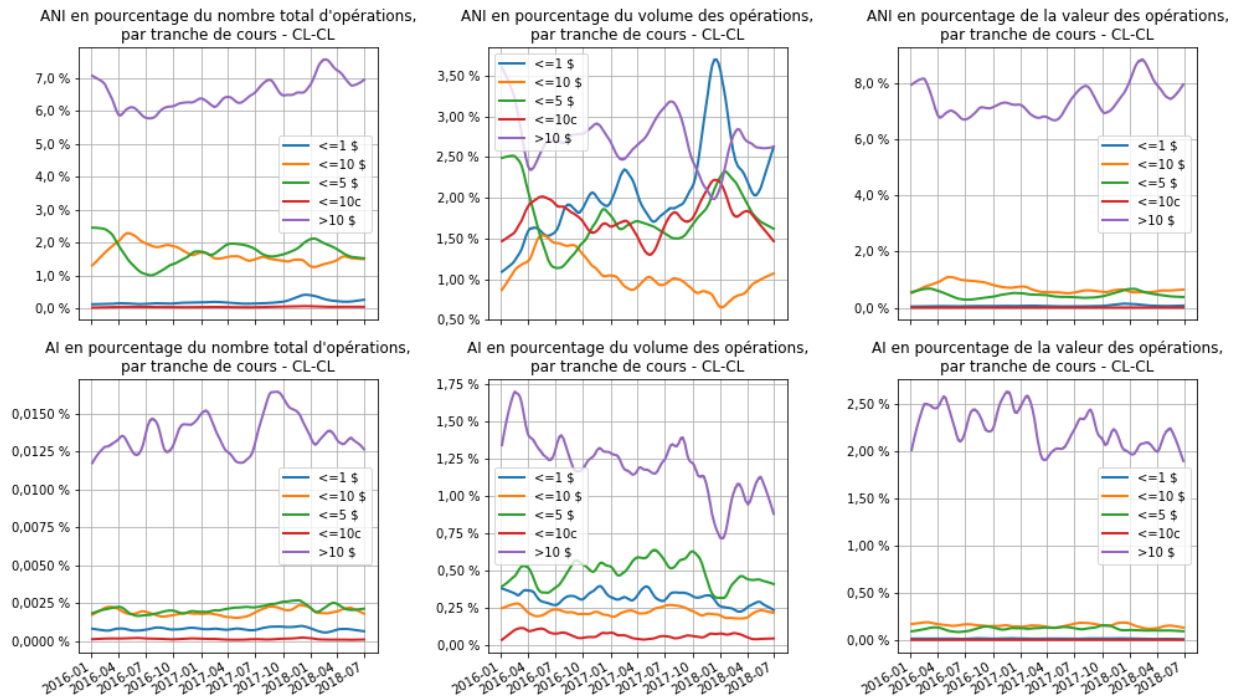
³⁹ Les marchés sont représentés par les abréviations suivantes : AQN – Aequitas Neo, CHX – Nasdaq CXC, TSE – Bourse de Toronto, CNQ – Canadian Securities Exchange, OMG – Omega, CDX – Bourse de croissance TSX, CX2 – Nasdaq CX2, ALF – Alpha, LYX – Lynx, LIQ – Liquidnet Canada, ICX – Instinet Canada Cross, AQL – Aequitas Lit, CXD – Nasdaq CXD et TCM – MATCHNow.

Figure 9 – Contribution selon le marché



Cette figure indique, en pourcentage, la contribution de chaque marché relativement au nombre total d'opérations exécutées dans l'ensemble des marchés. Aux fins de comparaison, les données relatives au nombre total, au volume total et à la valeur totale des opérations (y compris celles exécutées au moyen d'applications et les autres) sont également présentées.

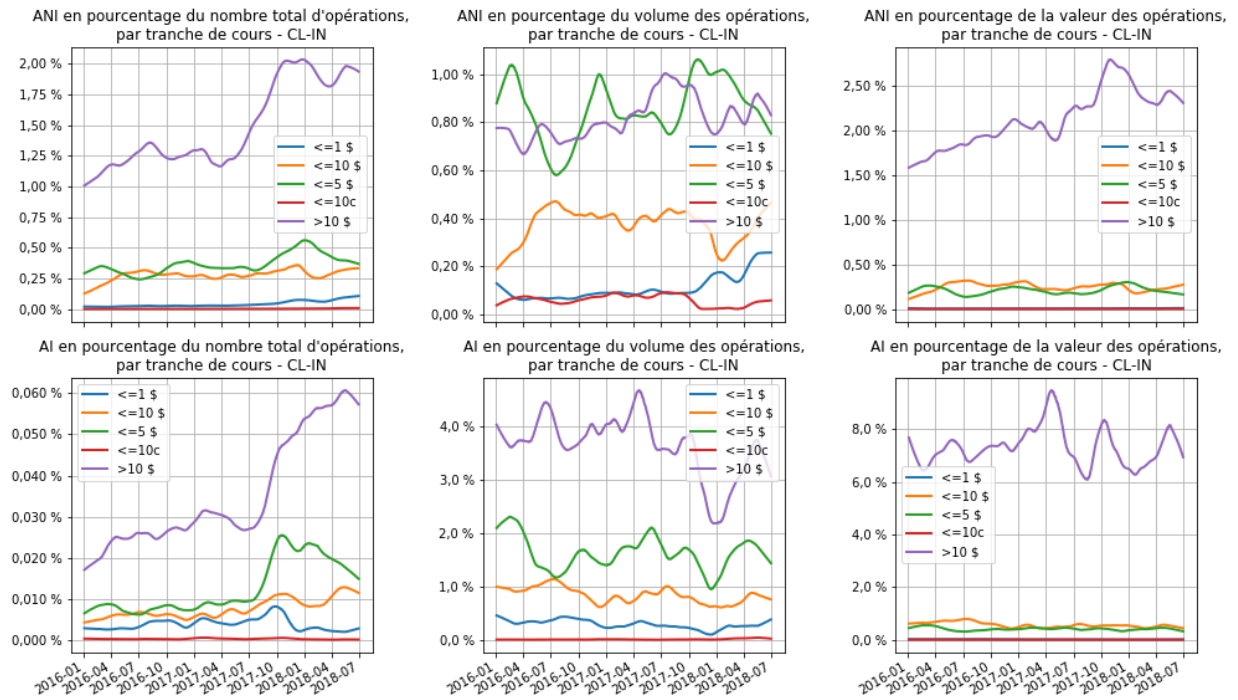
Figure 10 – Applications dans les opérations de client à client (CL-CL) selon le cours des titres⁴⁰



Cette figure indique, pour les opérations de client à client au cours de la période, le pourcentage des applications intentionnelles et non intentionnelles dans l'activité totale de négociation, selon le cours des titres. Cinq tranches sont utilisées : <=10c, <=1\$, <=5\$, <=10\$, >10\$.

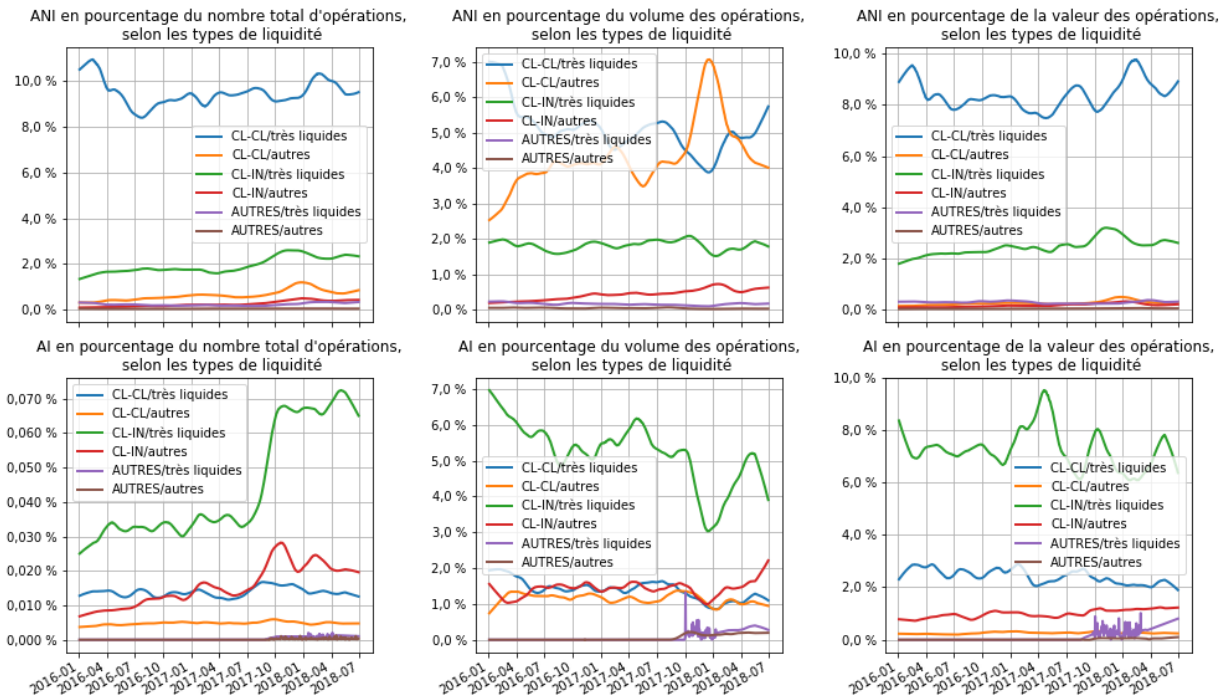
⁴⁰ Dans les figures 10 et 11 : <=1\$ signifie >10c et <1\$; <=5\$ signifie >1\$ et <=5\$; <=10\$ signifie >5\$ et <=10\$.

Figure 11 – Applications dans les opérations de client à inventaire (CL-IN) selon le cours des titres



Cette figure indique, pour les opérations de client à inventaire au cours de la période, le pourcentage des applications intentionnelles et non intentionnelles dans l'activité totale de négociation, selon le cours des titres. Cinq tranches sont utilisées : <=10c, <=1\$, <=5\$, <=10\$, >10\$.

Figure 12 – Applications selon les types de liquidité



Cette figure indique le pourcentage d'applications intentionnelles et non intentionnelles dans l'activité totale de négociation au cours de la période, par type de client et selon les types de liquidité. La liste de titres très liquides de l'OCRCVM est utilisée pour calculer la liquidité des titres. Un titre très liquide s'entend d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit qui :

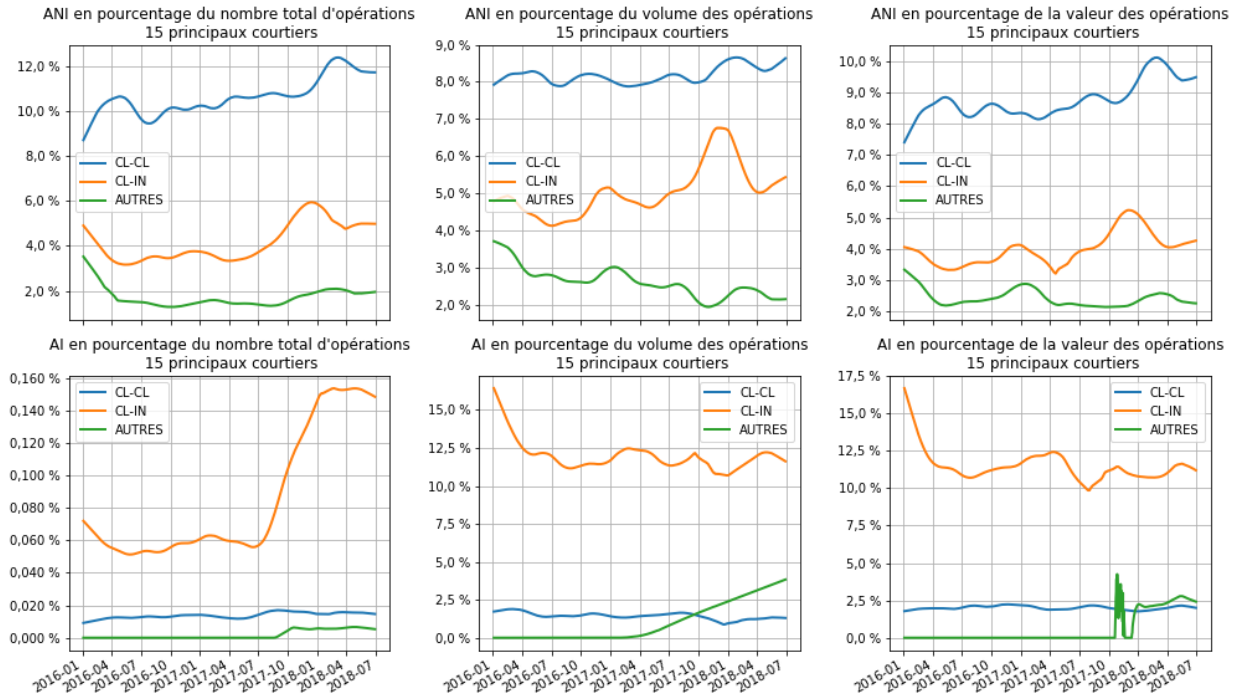
- soit a été négocié, globalement, sur un ou plusieurs marchés selon ce qui est publié dans un affichage consolidé du marché au cours d'une période de 60 jours se terminant au moins 10 jours avant le début de la période de restrictions :
 - une moyenne d'au moins 100 fois par jour de bourse;
 - et est assorti d'une valeur de négociation moyenne d'au moins 1 000 000 \$ par jour de bourse;
- soit est assujéti au règlement intitulé *Regulation M* de la Securities and Exchange Commission des États-Unis et est considéré comme un « titre négocié activement » au sens de *actively traded security* aux termes de ce règlement.

Tableau 3 – Contribution des 15 principaux courtiers

Valeur totale des opérations	87,70 %
Volume total des opérations	84,20 %
Nombre total d'opérations	87,90 %
Applications intentionnelles – valeur	83,30 %
Applications intentionnelles – volume	74,60 %
Applications intentionnelles – nombre	75,00 %
Applications non intentionnelles – valeur	94,40 %
Applications non intentionnelles – volume	94,40 %
Applications non intentionnelles – nombre	98,60 %

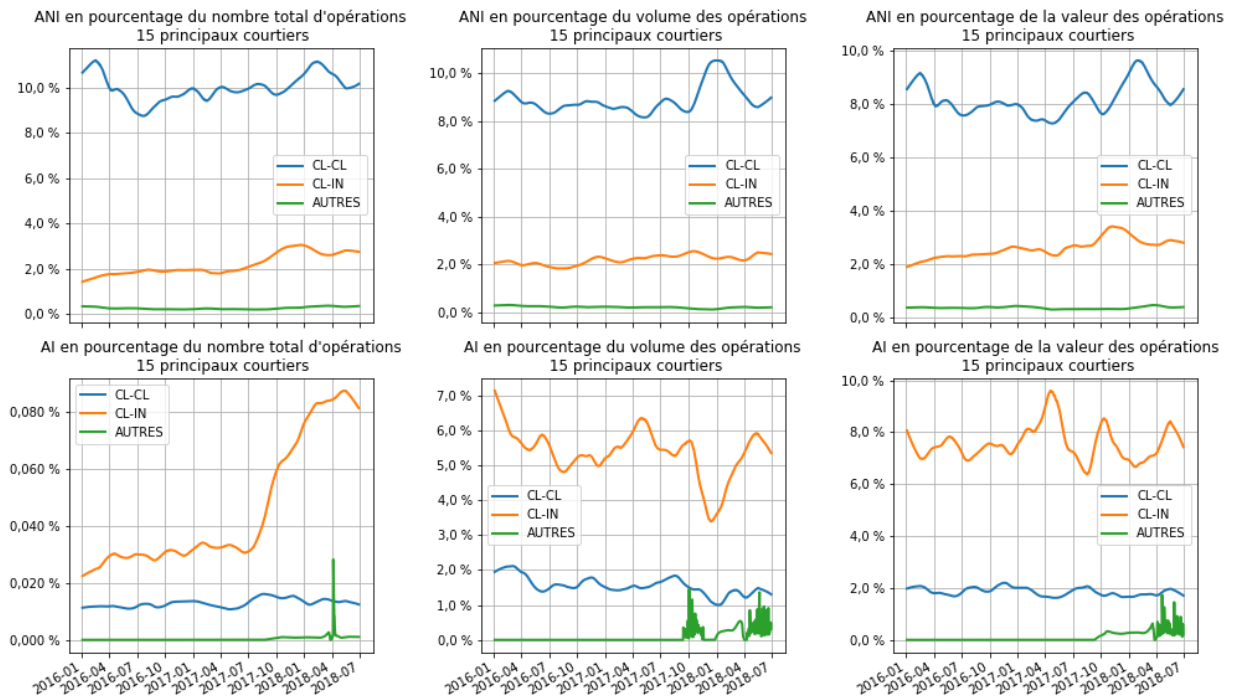
Le tableau 3 regroupe les activités de négociation des 15 principaux courtiers. Les pourcentages reflètent la contribution totale au cours de la période. Aux fins de comparaison, les données relatives au nombre total, au volume total et à la valeur totale des opérations (y compris celles exécutées au moyen d'applications et les autres) sont également présentées.

Figure 13 – 15 principaux courtiers – applications – pourcentage sur l’ensemble des opérations



Cette figure indique, par type de client, le pourcentage d’applications intentionnelles et non intentionnelles relativement au total des activités de négociation réalisées par les 15 principaux courtiers sur l’ensemble des marchés.

Figure 14 – 15 principaux courtiers – applications – pourcentage du total des opérations



Cette figure indique, selon le type de client des 15 principaux courtiers, le pourcentage d’applications intentionnelles et non intentionnelles relativement au total des activités de négociation réalisées par tous les courtiers sur l’ensemble des marchés.

Partie 2

Certains marchés peuvent retracer les opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres (c'est-à-dire lorsqu'un ordre ne respectant pas la priorité temporelle est exécuté avec un autre ordre du même courtier). Les données de ces marchés, pour la période de janvier 2017 à juillet 2018, sont présentées ci-après. Les figures 1 à 3 montrent les opérations dont l'exécution résulte de la direction préférentielle du flux d'ordres (en volume, valeur et nombre d'opérations), totalisées pour l'ensemble des marchés qui ont été en mesure de fournir des données pertinentes. Les figures 4 à 6 présentent la même information, mais exprimée en pourcentage du volume total, de la valeur totale et du nombre total d'opérations (pour l'ensemble des marchés qui ont été en mesure de fournir des données pertinentes).

Figure 1 – Nombre d'opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres

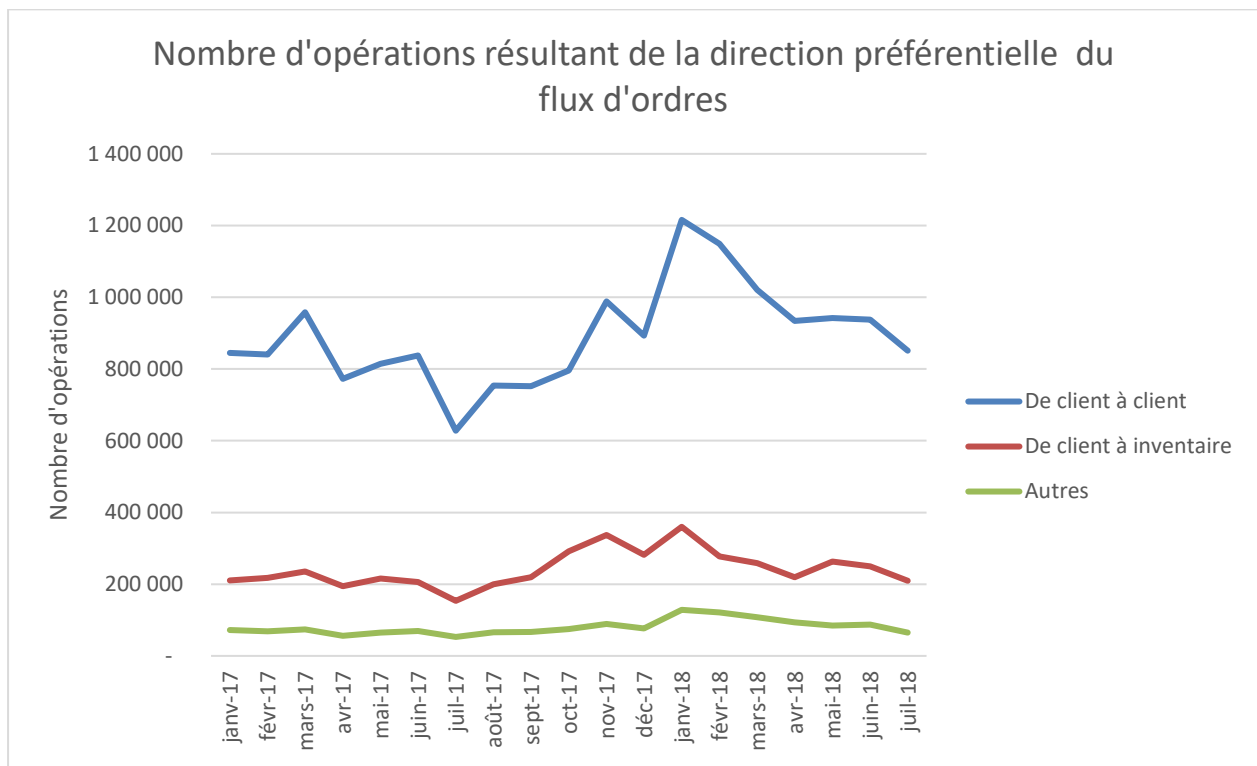


Figure 2 – Volumes des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres

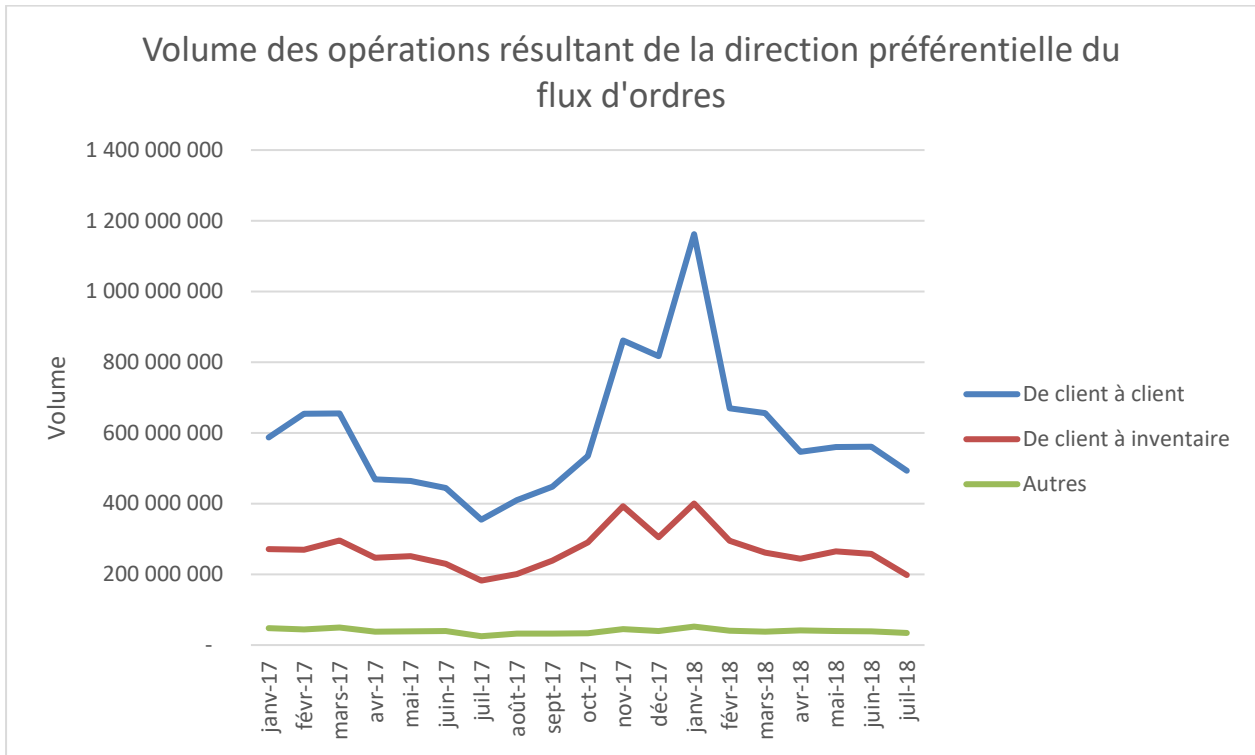


Figure 3 – Valeur des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres

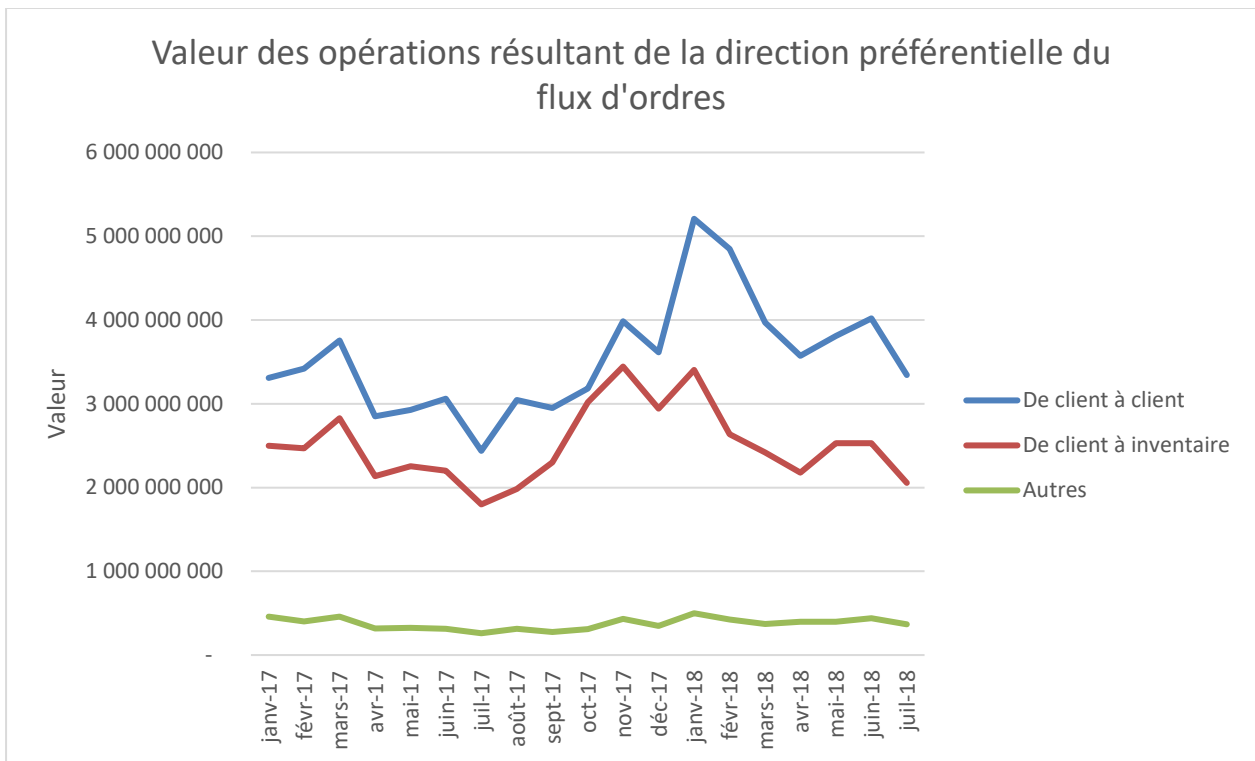


Figure 4 – Opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres en pourcentage du nombre total d'opérations

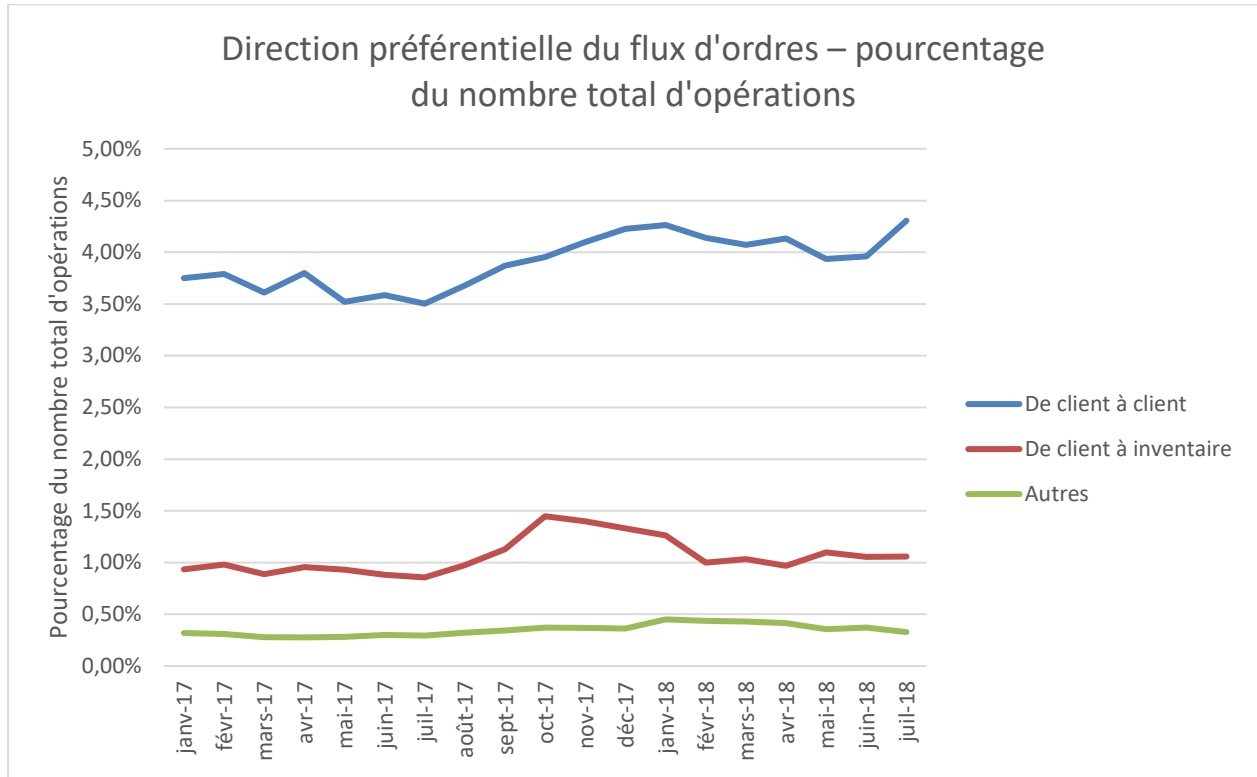


Figure 5 – Opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres en pourcentage du volume total des opérations

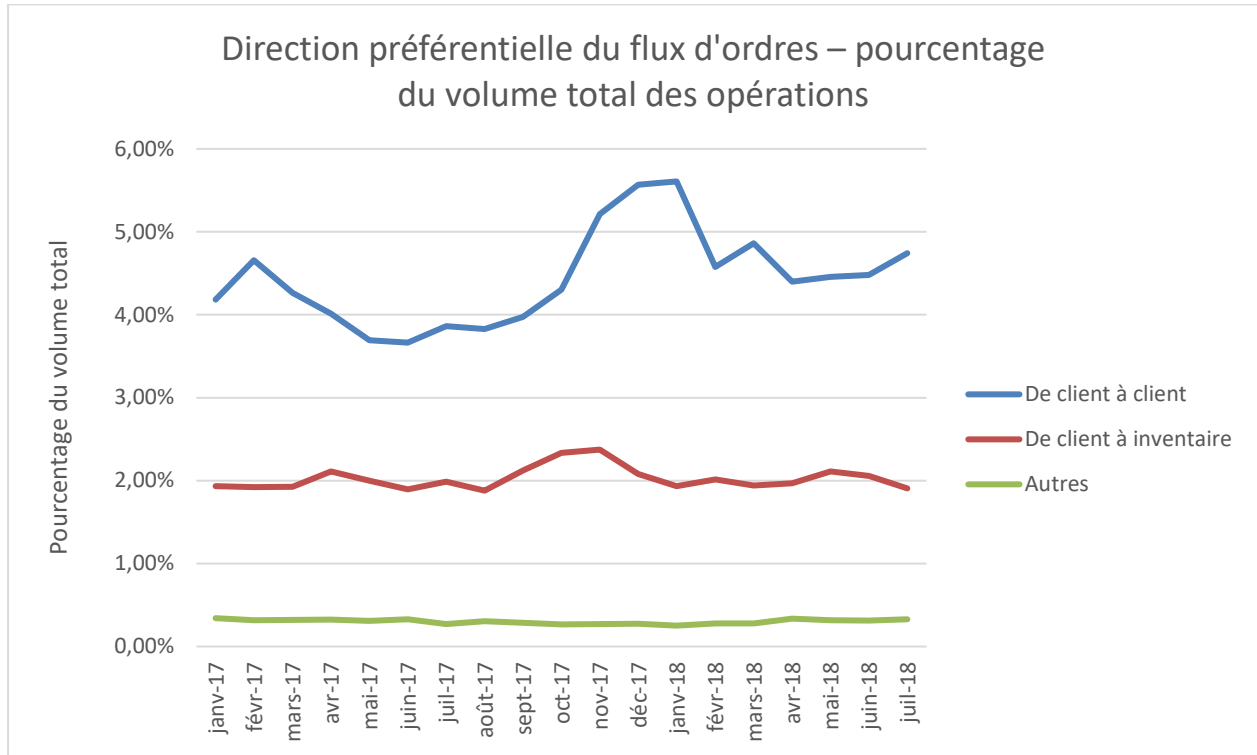


Figure 6 – Opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres en pourcentage de la valeur totale des opérations

