

# AVIS CONJOINT 23-308 DES AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES ET DE L'ORGANISME CANADIEN DE RÉGLEMENTATION DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES : 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

Référence : Bulletin de l'Autorité : 2010-05-28, Vol. 7 n° 21

## I. Contexte

Le 2 octobre 2009, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM, avec les ACVM, « nous ») ont publié le *Document de consultation 23-404, Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada* (le « document de consultation ») pour recueillir des commentaires sur un certain nombre de points relatifs à la structure des marchés, notamment l'apparition des marchés qui n'offrent aucune transparence avant les opérations (les « marchés opaques »), l'introduction de nouveaux types d'ordres non transparents et l'arrivée de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres. Nous avons reçu 23 mémoires d'intervenants variés, dont des marchés, des représentants d'investisseurs et de courtiers et des associations sectorielles. Le résumé des commentaires figure à l'Annexe A et la liste des intervenants à l'Annexe B.

Le 23 mars 2010, les ACVM et l'OCRCVM ont également organisé un forum pour discuter des questions soulevées dans le document de consultation et les mémoires, et donner aux intervenants la possibilité d'expliquer leur point de vue. Lors de la séance du matin, 11 présentations ont été données, et une table ronde s'est tenue l'après-midi. Les représentants de 11 marchés, courtiers et investisseurs présents à la séance du matin ont répondu aux questions d'un comité composé de hauts dirigeants des ACVM et de l'OCRCVM<sup>1</sup>. Les participants à la table ronde de l'après-midi animée par M<sup>me</sup> Wendy Rudd ont abordé les questions soulevées dans le document de consultation et les présentations du matin. M. Larry Tabb, fondateur et chef de la direction de Tabb Group, a également été invité à prononcer lors du dîner une conférence sur les enjeux similaires qui touchent la structure du marché aux États-Unis.

---

<sup>1</sup> Le comité se composait de M. Louis Morisset, Surintendant des marchés de valeurs à l'Autorité des marchés financiers, de M<sup>me</sup> Susan Wolburgh Jenah, présidente et chef de la direction de l'OCRCVM, de M. David Wilson, président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et de M. Sinan Akdeniz, commissaire à la CVMO.

Des enregistrements épurés des présentations et du débat tenu lors de la table ronde<sup>2</sup> sont disponibles sur le site Web de l'OCRCVM, à l'adresse [www.iiroc.ca](http://www.iiroc.ca), sous la rubrique « Ressources-membres » et les sous-rubriques « Activités à l'intention des membres » et « Webémissions / Événements enregistrés ».

Nous remercions tous ceux et toutes celles qui ont participé à la consultation et au forum. Nous remercions en particulier M<sup>me</sup> Wendy Rudd, qui a animé la séance de l'après-midi. Nous avons recueilli énormément d'information lors de cet exercice et nous comptons nous en servir pour formuler nos futures orientations.

## II. Thèmes du Forum

Plusieurs thèmes se sont dégagés au cours du forum. Nombre d'entre eux reprenaient les points soulevés dans les mémoires que nous avons reçus, alors que d'autres dépassaient les sujets abordés dans le document de consultation et soulevaient d'autres questions intéressantes de structure du marché.

Voici certains des thèmes directement liés aux points soulevés dans le document de consultation :

- la direction préférentielle du flux d'ordres<sup>3</sup> par les marchés et l'internalisation du flux d'ordres;
- les marchés opaques qui transmettent des indications d'intérêt pour attirer des flux d'ordres;
- la question de savoir s'il est équitable qu'un marché utilise un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres exclusif qui a accès à de l'information à laquelle les autres participants au marché n'ont pas accès;
- l'utilisation d'ordres liés au marché<sup>4</sup> et la question de savoir si ces ordres profitent impunément du marché visible;
- la question de savoir si les marchés opaques devraient être tenus de fournir une amélioration du cours;
- l'utilisation d'échelons de cotation inférieurs à un cent.

---

<sup>2</sup> Les enregistrements publiés sur le site Web de l'OCRCVM ont été épurés pour en retirer les questions d'ordre pratique et les pauses, entre autres choses, mais pas du contenu des présentations ou du débat.

<sup>3</sup> La direction préférentielle du flux d'ordres est une caractéristique des marchés qui fait que les ordres du même participant ou adhérent sont exécutés avant les autres ordres dotés du même cours dans un registre central des ordres à cours limité.

<sup>4</sup> Les ordres liés au marché sont des ordres dont le cours est rajusté automatiquement et continuellement en fonction des fluctuations d'un cours acheteur ou vendeur de référence.

Les questions qui n'avaient pas été soulevées dans le document de consultation à propos de la structure du marché canadien des titres de participation étaient les suivantes :

- l'augmentation des droits relatifs aux données de marché en raison de l'émergence de marchés multiples;
- l'accès direct ou parrainé aux marchés;
- les effets des négociations à haute fréquence sur le marché;
- la nécessité de considérer le marché globalement lorsque l'on envisage de le réglementer, au lieu de traiter les questions séparément.

On trouvera ci-après un survol des opinions exprimées par écrit et au cours du forum ainsi qu'un exposé de nos projets en cours et des suites que nous proposons de donner à certaines des questions.

**a. *La direction préférentielle du flux d'ordres***

De nombreux avis divergents ont été exprimés sur cette question. Certains intervenants, en faveur du concept, ont affirmé qu'en l'absence de priorité temporelle intermarchés, la direction préférentielle du flux d'ordres n'a, dans le fond, aucune importance. D'autres estimaient en revanche que la direction préférentielle est profondément inéquitable parce que les ordres passés en premier sont contournés et ignorés. Ils se sont néanmoins entendus sur le fait que le retrait de la direction préférentielle du flux d'ordres des marchés canadiens pourrait pousser les courtiers à établir des marchés opaques pour internaliser les ordres, ce qui réduirait la transparence. Les participants au forum ont également souligné qu'étant donné le nombre relativement faible de courtiers qui contrôlent une part considérable du flux d'ordres, une internalisation accrue du flux d'ordres par les courtiers est un facteur à prendre en compte dans l'analyse des marchés opaques.

Nous observons que la direction préférentielle du flux d'ordres est une caractéristique propre à certains marchés canadiens, et qu'il s'agit d'un sous-produit de la règle 6.3 des RUIIM, en vertu de laquelle les courtiers sont tenus de saisir immédiatement les ordres « de petite envergure » sur un marché transparent. Cette règle favorise la formation des cours et augmente la largeur et la profondeur du marché affiché. Elle contient également des directives pour réaliser la meilleure exécution pour les ordres de petite envergure. Dans d'autres pays, les courtiers retiennent souvent ces ordres au lieu de les afficher sur le marché et les appariant à l'interne, de sorte que la direction préférentielle du flux d'ordres n'est pas nécessaire. Nous convenons que l'incidence de l'internalisation du flux d'ordres doit figurer en bonne place dans notre examen des questions soulevées lors du forum, notamment la direction préférentielle du flux d'ordres.

Le personnel des ACVM et de l'OCRCVM compte examiner la question de la direction préférentielle du flux d'ordres. Nous estimons d'emblée qu'il faut accroître la transparence afin que les participants au marché comprennent le fonctionnement de toutes les options de négociation offertes par les marchés. Le personnel des ACVM envisage d'obliger les marchés à indiquer précisément sur leur site Web l'interaction des ordres sur un marché au cours de la journée, en décrivant notamment chaque type d'ordre en détail. Cette proposition fera partie d'un ensemble de modifications du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* qui actualisera la réglementation des systèmes de négociation parallèles<sup>5</sup>. Le personnel des ACVM prévoit publier les modifications pour consultation d'ici l'automne 2010.

**b. La diffusion des indications d'intérêt par les marchés opaques**

Les principales questions liées aux indications d'intérêt diffusées par les marchés opaques pour attirer des flux d'ordres étaient les suivantes :

- le moment auquel une indication d'intérêt devient un ordre<sup>6</sup> assujetti aux obligations de transparence prévues à la partie 7 du Règlement 21-101;
- l'équité et la transparence des pratiques des marchés en matière de diffusion des indications d'intérêt.

Le personnel des ACVM et de l'OCRCVM suivront l'évolution des projets entrepris aux États-Unis relativement aux « indications d'intérêt exécutables » (« *actionable IOIs* »)<sup>7</sup>. Le personnel des ACVM estime que l'amélioration de la transparence des pratiques des marchés en matière de diffusion de l'information sur les ordres et les opérations, notamment les indications d'intérêt, permettra de régler certaines des questions soulevées.

Le personnel des ACVM envisage également de fournir des éclaircissements sur la définition d'« ordre » et les caractéristiques qui font d'une indication d'intérêt un ordre.

---

<sup>5</sup> Ce projet sera la deuxième étape de projets connexes évoqués dans l'avis du personnel de la CVMO intitulé *OSC Staff Notice 21-703 Transparency of the Operations of Stock Exchanges and Alternative Trading Systems*.

<sup>6</sup> Le Règlement 21-101 définit un ordre comme l'indication ferme, par une personne agissant à titre de contrepartiste ou de mandataire, qu'elle est disposée à acheter ou à vendre un titre.

<sup>7</sup> SEC Release No. 34-60997 (21 octobre 2009). La SEC propose que, si la situation dans laquelle les indications d'intérêt sont transmises les rend « exécutables », par exemple si elles contiennent suffisamment d'information, notamment le symbole, le sens du marché (achat ou vente), la taille (minimum d'un lot régulier à négocier) et le cours (explicite ou implicite), elles soient visées par la définition de cours acheteur ou de cours vendeur (« *bid* » ou « *offer* ») prévue par la Rule 600(b)(8) de la Regulation NMS et donc assujetties aux obligations de transparence.

**c. L'utilisation de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres par les marchés**

Cette question concerne les mécanismes intelligents d'acheminement des ordres exclusifs qui prennent des décisions d'acheminement en utilisant de l'information sur les ordres cachés passés sur les marchés qui en sont propriétaires. Certains intervenants considéraient que cela n'était pas un problème car il s'agit selon eux d'une simple décision d'acheminement, mais d'autres estimaient que tous les ordres visibles à un cours donné devraient avoir la priorité sur tous les ordres cachés.

Le personnel des ACVM étudie la question de savoir si l'utilisation de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres exclusifs qui tiennent compte des ordres cachés inscrits sur le registre des marchés propriétaires avantage indûment ces derniers par rapport aux autres marchés et mécanismes intelligents d'acheminement des ordres. Le personnel des ACVM étudie aussi les répercussions de cette pratique sur les investisseurs et déterminera si les marchés qui fournissent de l'information sur les ordres cachés à leur mécanisme exclusif devraient être tenus de fournir la même information aux mécanismes de tiers pour respecter les dispositions du Règlement 21-101 sur l'accès équitable<sup>8</sup>.

**d. Les ordres liés au marché**

Certains participants au forum ont exprimé des inquiétudes au sujet des ordres liés au marché. Ils se demandent notamment si ces ordres nuisent à la formation des cours parce qu'ils profitent simplement des cotations provenant d'autres marchés et si leur utilisation illimitée décourage l'affichage de la liquidité. D'autres étaient d'avis que de nombreux types d'ordres sont des variations des ordres liés au marché et que le concept n'est que la centralisation d'un processus qui pourrait se faire, et se fait actuellement, au moyen des algorithmes des courtiers ou manuellement, et pourrait entraîner une réduction du trafic des messages entre les participants au marché. Cette position concorde avec la majorité des réponses au document de consultation, qui n'ont fait état d'aucune préoccupation au sujet des ordres liés. Nous continuerons d'examiner les types d'ordres proposés par les marchés.

---

<sup>8</sup> En vertu du paragraphe *b* des articles 5.1 et 6.13 du Règlement 21-101, les bourses et SNP ne peuvent interdire indûment à une personne l'accès à leurs services ni lui imposer indûment des conditions ou d'autres limites à l'accès.

#### ***e. L'amélioration du cours et l'utilisation d'échelons de cotation inférieurs à un cent<sup>9</sup>***

Les participants au forum ont débattu de l'amélioration du cours sur les marchés opaques et de l'utilisation d'échelons de cotation inférieurs à un cent. Ils se sont demandé s'il fallait toujours obliger les marchés opaques à offrir l'amélioration du cours, quelle amélioration serait significative et si une amélioration inférieure à un cent était souhaitable, voire pertinente. On a fait remarquer que l'amélioration du cours à des échelons de cotation inférieurs à un cent n'est peut-être utile qu'aux marchés opaques qui effectuent des opérations en bloc et qu'elle ne présente pas vraiment d'intérêt pour le marché en général et les investisseurs qui passent de petits ordres. Les participants se sont également demandé s'il était équitable de permettre aux marchés opaques d'offrir l'amélioration du cours à des échelons de cotation inférieurs à un cent alors que les marchés transparents n'ont pas le droit d'offrir les mêmes possibilités d'exécution. Certains participants ont jugé que l'utilisation de cotations inférieures à un cent sur les bourses visibles n'était pas souhaitable, notamment en raison de l'effet de l'augmentation du nombre de messages dus aux cotations inférieures à un cent sur les coûts de l'infrastructure technologique des marchés.

Nous étudierons la question des échelons de cotation inférieurs à un cent pour évaluer quels effets d'éventuels changements dans la saisie des opérations ou dans les cotations inférieures à un cent auraient sur le marché dans son ensemble et les participants individuellement. En outre, nous tiendrons compte des marchés transparents et opaques et déterminerons si les principes de l'équité permettent que ces deux types de marchés offrent l'amélioration et la saisie ou l'exécution à des échelons de cotation inférieurs à un cent ou si différentes structures de marché nécessitent un traitement différent.

#### ***f. Les droits relatifs aux données de marché***

Les participants ont déclaré que les droits relatifs aux données de marché sont trop élevés, en particulier dans un contexte de multiplicité des marchés dans lequel les courtiers doivent tenir compte des données en provenance de tous les marchés pertinents et non pas seulement de ceux dont ils sont adhérents. Certains ont affirmé que les courtiers sont, dans les faits, des « consommateurs captifs » des données des marchés et que les droits actuels ne correspondent peut-être pas à la part de marché des marchés ou à la valeur de leurs données.

Les ACVM examinent actuellement tous les droits facturés par les marchés, dont les droits relatifs aux données, pour s'assurer que tous les droits d'accès aux services

---

<sup>9</sup> L'alinéa 1 du paragraphe 6.1 des RUIM ne permet pas de saisir un ordre sur un marché 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. Cependant, certains ordres spécialisés (notamment les ordres de base, au cours du marché et à prix moyen pondéré en fonction du volume) peuvent être exécutés à des échelons inférieurs à un cent et déclarés de cette façon si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur de données utilisés par le marché l'autorise.

fournis par les marchés, dont les données, la négociation et l'acheminement, sont conformes aux dispositions du Règlement 21-101 sur l'accès équitable<sup>10</sup>.

### ***g. La négociation électronique et l'accès direct au marché***

Certains participants ont déclaré que les autorités en valeurs mobilières devraient se pencher sur les questions entourant l'accès direct au marché.

En avril 2007, les ACVM et l'OCRCVM ont publié des projets relatifs à l'accès direct au marché. Depuis lors, le marché a évolué, la technologie s'est nettement améliorée et la réglementation applicable à l'accès direct au marché a été modifiée dans certains autres pays. Par conséquent, le personnel des ACVM et de l'OCRCVM a entamé un vaste examen de la négociation électronique au Canada, notamment les pratiques d'accès direct au marché, en vue de définir la réglementation nécessaire pour faire face au risque de crédit, au risque de marché et au risque systémique dans le marché canadien. Cet examen a notamment pour objet d'étudier les contrôles, filtres et autres mécanismes dont les marchés et les participants au marché devraient disposer pour prévenir les erreurs lors de la saisie des ordres et, de manière générale, promouvoir l'équité et le bon fonctionnement des marchés.

Compte tenu de la volatilité que le marché a connue le 6 mai 2010, nous avons étendu le projet à d'autres questions relatives à la négociation électronique, notamment la nécessité de normaliser les paramètres de volatilité appliqués par les marchés canadiens pendant les périodes de forte volatilité<sup>11</sup>.

### ***h. Les négociations à haute fréquence***

Les participants au forum ont aussi proposé que les autorités en valeurs mobilières se penchent sur les négociations à haute fréquence, notamment parce que leur croissance a pu avoir une incidence sur les avantages de la priorité temporelle et la capacité de certains participants au marché d'exécuter des opérations. Nous continuons de surveiller l'évolution de la situation dans ce domaine, et notamment l'étude des stratégies de négociation à court terme et de leur incidence sur le marché qui a récemment été entreprise aux États-Unis. Nous avons ajouté au projet d'examen de la négociation électronique abordé ci-dessus un examen des enjeux des négociations à haute fréquence.

---

<sup>10</sup> Les articles 5.1 et 6.13 du Règlement 21-101 prévoient que les bourses et les SNP ne peuvent interdire indûment à une personne l'accès à leurs services ni lui imposer indûment des conditions ou d'autres limites à l'accès. Comme il est indiqué dans l'Instruction générale relative au Règlement 21-101, il s'agit notamment des services relatifs aux données.

<sup>11</sup> À l'heure actuelle, certains marchés emploient dans leurs systèmes de négociation des « paramètres de gel » qui leur permettent d'interrompre les opérations sur certains titres en cas de fluctuation importante du cours. Ils peuvent ainsi déterminer si une fluctuation subite pourrait découler d'opérations erronées. Actuellement, l'utilisation de ces paramètres diffère d'un marché à l'autre.

Le personnel de l'OCRCVM continue de suivre l'évolution des tendances des négociations sur les marchés canadiens, dont l'incidence des « négociations à haute fréquence ». Les avancées technologiques et l'émergence de multiples marchés concurrents ont considérablement accru le trafic des messages et le ratio ordre/transaction. Le taux de croissance des négociations à haute fréquence dépendra des décisions qui pourraient être prises relativement à des questions comme les échelons de cotation inférieurs à un cent.

### ***i.* Autres questions**

Quelques participants ont mis en cause le fait de limiter le document de consultation et les discussions du forum à des questions liées aux marchés opaques et à certains types d'ordres. Ils ont déclaré que les ACVM et l'OCRCVM devraient élargir leur réflexion et adopter une vision globale des marchés au lieu de considérer les questions séparément.

Nous estimons que l'étude des questions susmentionnées nous permet d'atteindre cet objectif : nous ne les considérons pas isolément car elles sont liées dans biens des cas. Notre démarche nous permet également de faire porter notre consultation des participants au marché sur des points précis et de recueillir de précieux commentaires.

### **III. Conclusion**

Au cours des dernières années, les marchés financiers canadiens ont connu des innovations importantes, la plus remarquable étant l'apparition de marchés multiples dotés de caractéristiques et de modèles d'entreprise différents, qui soulèvent des questions de structure inédites. Nous avons décrit plusieurs des mesures prises pour répondre à ces enjeux. Pendant leur mise en œuvre, nous invitons les participants au marché à nous faire part de leurs commentaires. Si vous avez des commentaires ou des questions, veuillez vous adresser aux membres du personnel des ACVM ou de l'OCRCVM ci-après.

Élaine Lanouette  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4356

Serge Boisvert  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4358

Ruxandra Smith  
Commission des valeurs mobilière de  
l'Ontario  
416-593-2317

Kent Bailey  
Commission des valeurs mobilière de  
l'Ontario  
416-595-8945

Tracey Stern  
Commission des valeurs mobilière de  
l'Ontario  
416-593-8167

Doug Brown  
Commission des valeurs mobilières du  
Manitoba  
604-899-6658



Lorenz Berner  
Alberta Securities Commission  
403-355-3889

Michael Brady  
British Columbia Securities  
Commission  
604-899-6561

James Twiss  
OCRCVM  
416-646-7277

## **Annexe A**

### ***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***

#### **Résumé des commentaires**

En réponse au Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM (le « document de consultation »), nous avons reçu 23 mémoires. Les intervenants comprenaient des représentants d'investisseurs et de courtiers, de marchés transparents et opaques et d'associations sectorielles. Le résumé de leurs commentaires suit.

#### **Remarques générales**

La plupart des intervenants, dont la grande majorité des investisseurs, estimaient que les marchés opaques et les types d'ordres invisibles présentent des avantages. Ils ont cité comme exemple que les marchés opaques peuvent entraîner une réduction des frais de négociation, qu'ils offrent aux investisseurs davantage de choix, qu'ils augmentent la concurrence, qu'ils permettent aux gestionnaires de portefeuille de négocier de grands blocs de titres sans fuite d'information et qu'ils jouent un rôle important dans la meilleure exécution.

Les avis des représentants des marchés qui se sont prononcés étaient partagés. Certains ont souligné l'importance de la transparence dans le processus de formation des cours et déclaré que, si les marchés opaques peuvent être avantageux pour les investisseurs dans les circonstances appropriées, ils peuvent être nuisibles à la formation des cours et à la liquidité. D'autres estimaient que les marchés opaques fonctionnent en synergie avec les marchés transparents et contribuent à augmenter la liquidité totale, ce qui avantage les investisseurs. Ces derniers ont également souligné les avantages des marchés opaques, notamment le fait qu'ils protègent la confidentialité des ordres de clients institutionnels visant des blocs de titres, qu'ils augmentent la liquidité en permettant à ces ordres d'interagir avec d'autres, notamment les ordres visant des blocs de titres, et qu'ils contribuent à la formation des cours.

Quelques intervenants préconisaient l'introduction de nouvelles obligations réglementaires, telles que l'obligation, pour les marchés opaques, de communiquer leur méthode de fonctionnement et leurs pratiques en matière d'acheminement des ordres et de communication des indications d'intérêt, l'obligation, pour les courtiers, d'être transparents en ce qui concerne leurs décisions d'acheminement des ordres vers des marchés opaques et la conformité de ces décisions avec les obligations de meilleure exécution, ou l'obligation de n'exécuter que les ordres visant de grands blocs de titres sur des marchés opaques. Certains intervenants ont toutefois indiqué qu'étant donné le

faible volume d'opérations sur les marchés opaques (moins de 2 % de tout le marché canadien) et l'absence de preuves empiriques pour analyser les questions relatives à ces marchés, il est trop tôt pour envisager des mesures réglementaires. On a également avancé que les autorités en valeurs mobilières devraient s'intéresser aux autres problèmes qui touchent le marché à l'heure actuelle, comme les négociations à haute fréquence. Un intervenant a déclaré que nombre de changements se sont récemment produits sur les marchés. Il a donc recommandé de charger un comité d'experts de tenir les ACVM informées des questions découlant de l'évolution rapide des marchés.

On a aussi proposé que toute discussion sur la négociation non transparente ne porte pas uniquement sur la négociation sur les marchés mais aussi sur l'internalisation par les courtiers.

Les questions posées dans le document de consultation et un résumé des réponses figurent ci-dessous.

**Question 1 – Même si, au Canada, la négociation sur les marchés opaques n'est pas très répandue, quelle est, à votre avis, l'incidence réelle ou potentielle de ces marchés sur les éléments suivants :**

- a) la taille des ordres;**
- b) la formation des cours;**
- c) la liquidité;**
- d) la fragmentation du marché;**
- e) la stratégie de négociation;**
- f) les instructions clients.**

**À votre avis, quelle sera l'incidence des marchés opaques advenant une croissance importante de leur part de marché au Canada?**

*La taille des ordres*

La plupart des intervenants étaient d'avis que les marchés opaques n'auraient pas une grande incidence sur la taille des ordres. Certains ont souligné la baisse généralisée de la taille des ordres sur le marché canadien, sans toutefois l'attribuer à l'émergence de marchés opaques. Certains intervenants estimaient que, lorsque les grandes institutions s'en servent, les marchés opaques pourraient en fait augmenter la taille des ordres grâce à l'exécution d'opérations sur de grands blocs de titres. Cependant, un investisseur a noté que la taille moyenne des opérations sur les

marchés opaques est très petite, ce qui laisse entendre que les ordres sont seulement déplacés des marchés visibles aux marchés opaques.

### *La formation des cours*

La majorité des intervenants ne considéraient pas que les marchés opaques nuisent à la formation des cours. D'aucuns estimaient au contraire qu'ils ont une incidence nettement positive sur la formation des cours en raison de la communication d'information après les opérations et, selon certains, de la capacité de détourner de grands ordres du marché interne. Certains intervenants ont indiqué que les marchés opaques nuisent moins à la formation des cours que le marché interne. Cependant, quelques-uns étaient d'avis que les marchés opaques nuisent à la formation des cours, surtout les marchés opaques qui détournent des ordres des marchés visibles. Certains estimaient qu'ils contribuent peu au processus de formation des cours, voire pas du tout.

### *La liquidité*

Les opinions étaient partagées sur la question de la liquidité, mais la plupart des intervenants estimaient que ces marchés auraient une incidence positive à cet égard. La plupart de ceux qui estimaient que la liquidité était rehaussée partaient de l'hypothèse que les marchés opaques réussissent à attirer les intérêts latents sur les marchés et non uniquement les ordres existants sur les marchés visibles. Selon certains courtiers, les marchés opaques retirent seulement de la liquidité des marchés visibles et, s'ils ne sont pas accessibles par tous, la liquidité en sera réduite.

### *La fragmentation*

La plupart des intervenants convenaient que les marchés opaques augmenteraient la fragmentation du marché. Certains ont toutefois fait remarquer que le marché est déjà fragmenté en raison de l'existence des marchés internes, qui traitent de grands blocs de titres, et que les marchés opaques n'aggraveront pas la situation. D'autres estimaient que la concurrence et l'innovation résultant de la multiplicité des marchés seraient nettement avantageuses malgré la fragmentation inhérente. Nombre d'intervenants jugeaient que l'augmentation du recours à la technologie dans le marché et le fait que les marchés sont de plus en plus interconnectés grâce aux mécanismes intelligents d'acheminement des ordres devraient apaiser certaines des craintes causées par la fragmentation du marché.

### *La stratégie de négociation et les instructions des clients*

La question relative à la stratégie de négociation et aux instructions des clients n'a pas reçu beaucoup de réponses. Cependant, la plupart des intervenants qui ont répondu étaient d'avis que les stratégies de négociation et les instructions des clients continueraient de se perfectionner et de se raffiner, ce qui serait un net avantage pour les participants. On a fait remarquer que les marchés opaques utilisent divers types de

stratégies de négociation importantes pour les investisseurs. Un intervenant s'est demandé si ces stratégies perfectionnées seraient mises en œuvre aux dépens des petits investisseurs. L'un d'eux a indiqué que les marchés opaques augmentent l'utilisation des algorithmes, de la négociation électronique et des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres, ce qui permettrait aux investisseurs institutionnels de jouer un plus grand rôle dans les décisions en matière d'opérations grâce à leur accès direct au marché.

*L'incidence des marchés opaques advenant une croissance importante de leur part de marché*

Les réponses étaient variées. Certains intervenants considéraient que la croissance de la part de marché des marchés opaques aurait un effet positif car cela pourrait attirer de la liquidité cachée jusqu'ici. D'autres estimaient que la croissance de la part de marché des marchés opaques aurait une incidence limitée sur le marché canadien, si tant est qu'elle en ait une. Les intervenants ont aussi relevé comme autres conséquences possibles l'augmentation du recours à la technologie et des coûts associés, étant donné qu'il faudra se connecter à tous les marchés pour accéder aux ordres, la réduction des fourchettes de cours et la réduction des coûts d'impact sur le marché.

**Question 2 – À votre avis, est-ce que les ordres saisis sur les marchés opaques devraient satisfaire à des exigences minimales en matière de taille?**

Les réponses à cette question étaient contrastées. Pratiquement tous les marchés se sont prononcés contre des exigences minimales en matière de taille, mais les opinions des courtiers et des investisseurs divergeaient. Certains estimaient qu'il fallait laisser les marchés opaques en décider eux-mêmes, tandis que d'autres ont indiqué qu'un minimum de 50 unités de négociation ou de 100 000 \$CAN pourrait protéger les marchés visibles et contribuer à améliorer la formation des cours et la liquidité.

**Question 3 – À votre avis, est-ce que les marchés opaques devraient avoir l'autorisation de transmettre des indications d'intérêt? Dans l'affirmative, quels renseignements devraient-ils pouvoir inclure dans leurs indications d'intérêt?**

Les réponses étaient variées. Certains intervenants estimaient qu'il faudrait permettre aux marchés opaques de transmettre des indications d'intérêt, tandis que d'autres considéraient qu'ils ne devraient y être autorisés qu'à condition que leurs politiques soient transparentes pour les utilisateurs. D'autres jugeaient qu'ils ne devraient pas transmettre d'indications d'intérêt car cela conduit à des fuites d'information, ce qui va à l'encontre de la raison d'être des marchés opaques. D'après de nombreuses réponses, le consentement du client ou de l'adhérent aux indications d'intérêt et la communication des politiques en matière d'indications d'intérêt par les marchés opaques sont essentiels. Certains intervenants estimaient que les indications d'intérêt posent problème lorsqu'elles ne sont transmises qu'à une petite portion du

marché. D'autres considéraient que toute décision concernant les destinataires de ces messages devrait dépendre de la structure du marché opaque en question. Deux intervenants ont avancé qu'il ne faudrait utiliser les indications d'intérêt que pour prendre des décisions d'acheminement et non pour les décisions d'opérations.

**Question 4 – À votre avis, est-ce que les marchés opaques devraient avoir l'autorisation de choisir les destinataires aptes à recevoir des indications d'intérêt? Est-ce que cette autorisation devrait être étendue aux adhérents?**

Les avis des intervenants étaient partagés, mais la plupart considéraient qu'autoriser les marchés opaques à choisir les destinataires des indications d'intérêt qu'ils reçoivent fausserait les règles du jeu et créerait un marché à deux vitesses dans lequel certains auraient accès à de l'information inaccessible à d'autres. D'aucuns ont affirmé que ce sont les adhérents des marchés opaques qui devraient avoir la capacité de choisir les destinataires de leurs indications d'intérêt en fonction de l'intérêt de leurs clients. Selon quelques intervenants, il est important que les marchés opaques aient la faculté de cibler les destinataires des communications et cela pourrait être fonction des relations commerciales, des objectifs et besoins d'affaires, de la technologie et de la probabilité d'exécution.

**Question 5 – À votre avis, à quel moment une indication d'intérêt comporte-t-elle suffisamment de renseignements pour devoir être traitée comme un ordre assujéti aux obligations de transparence avant les opérations?**

Les avis des intervenants étaient divisés sur le moment auquel une indication d'intérêt devient un ordre. Les renseignements en question concernent le symbole du titre, la taille de l'ordre, le sens du marché et le cours. De nombreux intervenants jugeaient que toute indication d'intérêt qui établit ces quatre facteurs avec certitude constitue un ordre assujéti aux obligations de transparence avant les opérations. En revanche, certains estimaient que tout renseignement qui quitte l'environnement opaque devrait être immédiatement transparent pour tous les participants.

**Question 6 – À votre avis, en ce qui concerne la transmission d'indications d'intérêt, quel genre de transparence les marchés opaques devraient-ils fournir à leurs adhérents?**

De manière générale, les intervenants convenaient que les pratiques des marchés opaques en matière d'information sur les indications d'intérêt devraient être transparentes. Un intervenant a proposé que l'information communiquée contienne une description des destinataires des indications d'intérêt et des renseignements qui seraient inclus, mais la plupart n'ont pas précisé le type de renseignements à fournir. Quelques intervenants estimaient que les pratiques en matière d'indications d'intérêt devraient être communiquées non seulement aux adhérents, mais aussi au marché dans son ensemble.

**Question 7 – En ce qui concerne les ordres, les marchés opaques devraient-ils être obligés de fournir une transparence complète ou partielle dès que la négociation a atteint un certain volume?**

La majorité des intervenants avaient des vues très proches sur ce point. La plupart convenaient que les marchés opaques ne devraient pas être assujettis à ces obligations. Certains ont déclaré que cela était contraire à la raison d'être des marchés opaques et en diminuerait la valeur.

**Question 8 – À votre avis, la pratique de la direction préférentielle du flux d'ordres est-elle équitable?**

La plupart des marchés qui ont répondu à cette question estimaient que la direction préférentielle des flux d'ordres est intrinsèquement inéquitable. Ils considéraient cependant que la réglementation de cette pratique pourrait avoir des conséquences plus nuisibles qui prendraient la forme de marchés opaques organisés par les courtiers. Les investisseurs ont exprimé la même crainte au sujet des marchés de courtiers, mais leurs avis étaient partagés sur la question de l'équité de la direction préférentielle des flux d'ordres. Un intervenant a proposé que les courtiers ne puissent apparier les ordres dirigés de façon préférentielle que si l'opération a une taille minimale. Les réponses des représentants des courtiers étaient variées. Certains étaient en faveur de cette pratique, tandis que d'autres ont affirmé qu'il ne faudrait l'autoriser que si le marché choisit de l'offrir et que, selon d'autres encore, la priorité temporelle stricte est la seule façon de garantir l'équité pour tous les participants.

**Question 9 – Y a-t-il d'autres questions portant sur les marchés opaques qui devraient être soulevées?**

Outre les points soulevés dans les réponses aux questions 1 à 8, les intervenants ont fait valoir ce qui suit :

- les marchés opaques ne devraient pas offrir à leurs utilisateurs d'autres avantages que l'opacité avant les opérations;
- l'objectif devrait être de maintenir la symbiose entre les marchés opaques et visibles pour favoriser la liquidité;
- les marchés opaques ne devraient être autorisés que s'ils fournissent l'amélioration du cours;
- les marchés opaques devraient être tenus de communiquer leurs règles et d'en publier les modifications pour consultation afin que le public puisse suivre leur évolution et formuler des commentaires avant la mise en œuvre de règles qui pourraient toucher la structure du marché.

Les intervenants ont également noté que les investisseurs institutionnels, qui exécutent des opérations sur de grands blocs de titres, n'ont pas les mêmes besoins que les investisseurs qui exécutent de petits ordres, étant donné que les grandes opérations ont des répercussions sur le marché, contrairement aux petites.

Certains intervenants ont réitéré leur recommandation de se pencher aussi sur les marchés internes, car ils sont selon eux beaucoup moins transparents et équitables que les marchés opaques.

**Question 10 – Quelle est, à votre avis, l'incidence réelle ou potentielle des ordres invisibles sur les éléments suivants : a) la formation des cours; b) la liquidité; c) les instructions des clients sur l'exécution des ordres; d) la stratégie de négociation.**

De nombreux intervenants ont réitéré leurs réponses à la question 1 en réponse à cette question. Ils ont aussi relevé les points suivants :

#### *La formation des cours*

En réponse à la question concernant la formation des cours, certains ont également indiqué que les tranches visibles des ordres invisibles (par exemple la tranche visible d'un ordre iceberg) contribuent à la formation des cours avant l'opération, et d'autres estimaient que les ordres invisibles contribuent à la formation des cours en interagissant avec les ordres visibles.

#### *La liquidité*

Les avis divergeaient en ce qui concerne l'incidence de ces ordres sur la liquidité. D'une part, certains intervenants estimaient que les ordres invisibles l'augmenteraient, par exemple en attirant la liquidité latente qui autrement attendrait dans le marché interne ou en permettant d'augmenter le nombre d'ordres négociés sur le marché au lieu de l'être hors marché. D'autre part, certains jugeaient que la progression naturelle vers les ordres invisibles réduirait la liquidité.

#### *Les instructions d'exécution des clients et la stratégie de négociation*

Certains intervenants estimaient que les clients n'utilisent pas pleinement les ordres invisibles car ils n'en connaissent pas les divers types. Un intervenant a noté que, si les courtiers sont responsables de la meilleure exécution et doivent par conséquent décider s'il convient d'utiliser des ordres invisibles, les clients devraient aussi connaître les ordres invisibles que leurs courtiers utilisent pour négocier.

Les intervenants convenaient que les ordres invisibles augmenteraient le nombre d'options de toute stratégie de négociation et certains ont indiqué qu'il vaut mieux donner aux courtiers des outils pour apporter de la liquidité au marché que d'imposer des restrictions aux types d'ordres invisibles.



**Question 11 – Veuillez nous faire part de vos commentaires au sujet de l'incidence éventuelle de l'interaction des ordres invisibles avec les ordres à cours limité visibles sur l'équité et la formation des cours.**

La majorité des intervenants n'avaient aucune réserve à ce que les ordres invisibles et les ordres à cours limité visibles interagissent, à condition que les ordres visibles ou la tranche visible des ordres invisibles conservent toujours la priorité. Un intervenant était d'avis que certains types d'ordres invisibles sont inéquitables et que les ordres devraient réaliser un compromis entre l'amélioration du cours des ordres invisibles et l'immédiateté des ordres visibles. Selon lui, il ne faudrait pas permettre qu'un ordre figure dans un registre protégé tout en pouvant être exécuté contre un ordre situé dans l'écart affiché. Un intervenant était d'avis que tous les ordres devraient être visibles ou partiellement visibles pour interagir avec les ordres visibles.

Les intervenants ont pris des positions divergentes à ce sujet lorsqu'ils ont abordé la question des ordres pleinement cachés dotés de cours situés à l'intérieur de l'écart courant. La plupart des représentants des marchés n'avaient pas de réserves sur cette pratique, mais certains courtiers et certains investisseurs en ont exprimé. D'aucuns estimaient que les règles relatives à l'échelon de cotation minimal devraient s'appliquer et que les incréments inférieurs ne devraient pas être autorisés, tandis que d'autres considéraient que seuls les ordres dont le cours est établi selon une méthode prédéterminée (c'est-à-dire les ordres appariés au point médian) devraient être permis. À l'opposé, certains intervenants étaient d'avis qu'aucun ordre pleinement caché ne devrait être autorisé.

**Question 12 – Certains ordres invisibles devraient-ils être assujettis à des exigences minimales en matière de taille? Dans l'affirmative, justifiez votre réponse.**

La majorité des intervenants étaient d'avis qu'il ne devrait pas y avoir de taille minimale, notamment parce que cela limiterait les options pour les investisseurs ou que de telles restrictions créeraient un marché à deux vitesses limitant les possibilités d'opérations. Quelques intervenants estimaient qu'il devrait y avoir une taille minimale et d'autres ont indiqué que la décision devrait revenir aux marchés.

**Question 13 – Un marché transparent devrait-il permettre de placer des ordres pleinement cachés dotés de cours situés à l'intérieur de l'écart courant (ou devrait-on à tout le moins obliger l'affichage d'une tranche de l'ordre, ce qui permettrait de réduire l'écart)?**

Les avis étaient partagés. Certains considéraient qu'il fallait permettre que les ordres cachés soient dotés de cours situés à l'intérieur de l'écart courant affiché (principalement des marchés et certains courtiers). D'autres estimaient en revanche que les marchés transparents ne devraient exécuter les opérations qu'au meilleur cours vendeur ou acheteur. Les raisons avancées en faveur de l'exécution d'opérations à

l'intérieur de l'écart courant étaient la possible amélioration du cours et la conformité aux obligations d'exécution au meilleurs cours et de protection des ordres, ainsi que la faculté des marchés de créer des produits novateurs qui répondent aux besoins des clients en matière de meilleure exécution. Les raisons invoquées contre cette pratique étaient l'absence de compatibilité avec les types d'ordres transparents et certaines craintes au sujet de la perte de priorité des cours des ordres visibles.

Quelques intervenants ont indiqué qu'une tranche des ordres cachés devrait toujours être affichée, ce qui réduirait l'écart, notamment pour donner aux participants au marché un accès équitable à l'information.

**Question 14 – Devrait-on obliger les marchés à donner la priorité aux ordres visibles par rapport aux ordres invisibles dotés de cours identiques?**

La grande majorité des intervenants estimaient qu'il faudrait accorder la priorité aux ordres visibles par rapport aux ordres invisibles dotés de cours identiques, notamment pour les motifs suivants : récompenser les participants au marché qui prennent le risque d'afficher leurs ordres, promouvoir la formation des cours, et ne pas risquer de nuire à la liquidité en donnant la priorité aux ordres invisibles et en supprimant dès lors tout incitatif à passer des ordres transparents.

Un intervenant estimait toutefois que les marchés devraient pouvoir choisir d'accorder la priorité aux ordres visibles sans y être obligés.

**Question 15 – Y a-t-il d'autres questions portant sur les ordres invisibles qui devraient être soulevées?**

Les intervenants ont signalé les points suivants :

- il ne faut pas empêcher les progrès technologiques, du moment que les pratiques de négociation ne sont pas manipulatrices et trompeuses;
- la question de savoir s'il faudrait marquer l'information sur le dernier cours vendeur différemment selon que les ordres invisibles sont appariés avec des ordres invisibles ou des ordres visibles;
- la question de savoir si les opérations découlant d'ordres invisibles à l'intérieur de l'écart devrait établir le dernier cours vendeur;
- la question de savoir s'il faut désigner comme des opérations découlant d'ordres invisibles les ordres invisibles exécutés à l'intérieur de l'écart du meilleur cours acheteur et vendeur national.

**Question 16 – Quelle est, à votre avis, l'incidence réelle ou potentielle des ordres liés au marché sur les éléments suivants : a) la formation des cours; b) l'équité.**

La plupart des intervenants, notamment les représentants des investisseurs et des courtiers, estimaient que les ordres liés amélioreraient la liquidité et la formation des cours. Certains ont fait remarquer que les courtiers utilisent déjà les ordres liés dans leurs systèmes de négociation et leurs algorithmes. Selon eux, si ces ordres sont offerts par les marchés, ils augmentent l'équité car tous les participants pourront s'en servir. Quelques intervenants étaient d'avis que les ordres liés contribuent à la formation des cours et sont équitables, mais seulement si une tranche en est visible. Certains intervenants ont insisté sur l'importance de pouvoir rajuster le cours des ordres en temps opportun et fait remarquer que l'introduction d'une fonctionnalité permettant aux marchés d'offrir des ordres liés sur un marché réduit le risque et les inefficiences du rajustement du cours des ordres à cours limité, qui se faisait manuellement.

Les avis des marchés étaient partagés. Certains estimaient par exemple que les ordres liés peuvent fournir de la liquidité, mais seulement s'ils sont invisibles, tandis qu'un autre jugeait qu'il faudrait les afficher pour la formation des cours et l'établissement du volume.

**Question 17 – Bien que le présent document n'aborde pas expressément les ordres au cours de référence qui sont exécutés au point médian du meilleur cours acheteur et vendeur national, devrait-on, à votre avis, autoriser l'exécution des ordres liés au marché à des cours inaccessibles aux ordres transparents (par exemple, à un cours se trouvant entre le cours acheteur et le cours vendeur lorsque l'écart est d'un seul échelon de cotation)?**

Les points de vue différaient sur la question de l'exécution d'ordres à des échelons de cotation inférieurs à un cent. Certains intervenants estimaient qu'il était incohérent et inéquitable pour le marché dans son ensemble de permettre aux marchés opaques d'offrir des échelons inférieurs à un cent tout en l'interdisant aux marchés visibles. Quelques intervenants considéraient qu'autoriser l'exécution d'ordres à des cours inférieurs à un échelon de cotation pénalise les participants qui ont passé des ordres visibles. En revanche, certains intervenants estimaient qu'en ne permettant pas l'exécution des ordres liés au point médian du meilleur cours acheteur et vendeur national, on restreindrait les options de négociation et qu'il serait impossible d'améliorer le cours lorsque l'écart est d'un cent.

**Question 18 – Bien que le présent document ne les aborde pas expressément, les ordres au cours de référence pleinement cachés soulèvent-ils, à votre avis, des questions?**

Comme nous l'avons vu, certains intervenants estimaient que les ordres liés devraient être pleinement cachés pour fournir de la liquidité, tandis que d'autres considéraient que les ordres pleinement cachés ne contribuent pas à la formation des

cours. Un intervenant a ajouté qu'avec une réglementation appropriée, les ordres pleinement cachés n'auraient pas priorité sur les ordres affichés.

**Question 19 – Y a-t-il d'autres questions portant sur les ordres liés au marché qui devraient être soulevées?**

Les autres points signalés étaient les suivants :

- le rajustement automatique du cours des ordres liés par le marché réduira le trafic des messages;
- les ordres liés pleinement cachés auront une moindre incidence sur le traitement des messages contenant des données de marché;
- les autorités en valeurs mobilières devraient fixer un incrément minimal de 10 % pour le cours d'exécution des ordres liés;
- les autorités en valeurs mobilières devraient analyser les utilisateurs des ordres liés et les raisons de leur utilisation pour déterminer si les investisseurs sont désavantagés par ces types d'ordres.

**Question 20 – Que pensez-vous du fait qu'un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent puisse tenir compte des ordres cachés placés sur un marché lorsqu'il prend des décisions d'acheminement? Est-ce opportun? Devrait-on exiger que l'information soit fournie aux autres participants? Le mécanisme d'acheminement des ordres intelligent d'un marché devrait-il être autorisé à tenir compte de la liquidité cachée seulement après que tous les ordres visibles dotés de cours identiques sur tous les marchés ont été exécutés?**

De manière générale, les intervenants convenaient que le mécanisme intelligent d'acheminement des ordres d'un marché devrait pouvoir tenir compte des ordres cachés passés sur ce marché, et la plupart n'avaient aucune réserve à l'égard de cette pratique du moment que les adhérents en sont pleinement informés. Cependant, certains participants estimaient qu'il faudrait d'abord exécuter les ordres visibles sur tous les marchés et qu'il ne faudrait pas élaborer les mécanismes intelligents d'acheminement des ordres de façon à désavantager ceux qui passent des ordres visibles.

**Question 21 – Est-ce que la capacité d'un mécanisme d'acheminement des ordres intelligent de tenir compte des ordres cachés placés sur un marché constitue une forme d'internalisation des flux d'ordres? Quelles sont les similitudes et les différences entre cette forme d'internalisation et l'internalisation des ordres par un courtier?**

Quelques intervenants estimaient que cette pratique s'apparente à l'internalisation du flux d'ordres car le mécanisme intelligent d'acheminement des ordres

accède à de l'information qui n'est pas communiquée à tous les participants au marché. Cependant, la plupart des intervenants ne considéraient pas que le fait de tenir compte des ordres cachés passés sur un marché constitue une forme d'internalisation. Ils ont fait remarquer que l'internalisation n'a lieu que lorsqu'il y a interaction entre les ordres d'un même courtier, que les mécanismes intelligents d'acheminement des ordres qui tiennent compte des ordres cachés ne tiennent compte d'aucun participant en particulier et que les applications sont de simples coïncidences.

**Question 22 – De façon générale, quel est votre point de vue sur l'internalisation des ordres?**

La plupart des intervenants, surtout les représentants des courtiers et des investisseurs, étaient en faveur de l'internalisation. Ils estimaient que cette pratique réduit la latence ainsi que les frais de négociation et de compensation et qu'elle améliore le taux d'exécution des ordres de clients. Certains intervenants, particulièrement les marchés, estimaient toutefois que l'internalisation peut nuire à la qualité des marchés en affaiblissant la transparence des cours, la liquidité et la formation des cours. Quelques intervenants ont déclaré que l'internalisation devrait faire l'objet d'une surveillance réglementaire accrue.

**Question 23 – Que pensez-vous de la création de bases de données sur les ordres envoyés par les mécanismes d'acheminement des ordres intelligents?**

La majorité des intervenants n'avaient aucune réserve à ce sujet, et nombre d'entre eux estimaient que l'innovation technologique est avantageuse.

**Question 24 – Y a-t-il d'autres questions portant sur les mécanismes d'acheminement des ordres intelligents et leur utilisation de la liquidité cachée dans leur processus de prise de décisions qui devraient être soulevées?**

Les intervenants ont soulevé plusieurs points, dont les suivants :

- la réglementation ne devrait pas freiner l'innovation;
- des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres tenant compte des ordres cachés sont utilisés aux États-Unis et n'ont aucune incidence négative;
- l'utilisation des ordres cachés devrait être assujettie à la communication d'explications claires sur leur fonctionnement.

**Question 25 – Y a-t-il d'autres questions qui n'ont pas été abordées dans le présent document mais qui devraient l'être dans le cadre de la table ronde qui sera organisée à la suite de la publication?**

Plusieurs questions ont été soulevées :

- la nécessité d'une surveillance réglementaire des négociations à haute fréquence et de la tenue de marché électronique;
- la nécessité de surveiller les activités sur les marchés internes;
- l'incidence sur les systèmes technologiques de l'intensification du trafic des messages résultant des ordres liés au marché et de certains ordres invisibles;
- la nécessité d'examiner la nouvelle réglementation aux États-Unis et en Europe pour réduire les risques d'arbitrage réglementaire;
- l'établissement de normes minimales acceptables pour l'exploitation des SNP et des marchés opaques.

**Question 26 – À votre avis, l'incidence potentielle combinée de ces innovations représente-t-elle un risque pour le marché? Dans l'affirmative, lequel?**

Cette question a reçu diverses réponses. Certains intervenants estimaient que rien ne prouve que les marchés opaques et les ordres invisibles posent un risque systémique, tandis que d'autres ont signalé l'incidence négative potentielle de ces marchés et types d'ordres sur la formation des cours, l'équité des marchés et l'intégrité. Un intervenant estimait que les innovations sur les marchés abordées dans le document pourraient avoir une incidence particulière au Canada, où un petit nombre de joueurs gèrent de grands bassins de liquidité, et il a souligné l'importance de la formation des cours.

## **Annexe B**

### **Liste des intervenants**

1. Alpha ATS
2. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
3. BMO Marchés des Capitaux
4. Canadian Securities Traders Association
5. Chi-X Canada
6. CNSX Markets Inc.
7. Connor, Clark, & Lunn Investment Management Ltd.
8. Financière Banque Nationale
9. Gestion de placements TD inc.
10. Greystone Managed Investments Inc.
11. Groupe TMX
12. Highstreet Asset Management Inc.
13. Instinet Canada Ltd.
14. Investment Counsel Association of Canada
15. Investment Technology Group
16. Liquidnet Canada Inc.
17. Marchés mondiaux CIBC
18. Newedge Canada Inc.
19. Omega Securities Inc.
20. Penson Financial Services Canada
21. RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
22. RBC Gestion d'actifs inc.
23. Valeurs mobilières TD Inc.