

Avis conjoint 23-327 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM

Le point sur l'internalisation du marché canadien des titres de capitaux propres

Le 20 août 2020

I. INTRODUCTION

Le présent avis du personnel fait suite au Document de consultation conjoint 23-406 des ACVM et de l'OCRCVM, *Internalisation du marché canadien des titres de capitaux propres* (le **document de consultation**), publié le 12 mars 2019 pour une période de 60 jours par le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'**OCRCVM**) (collectivement, le **personnel** ou **nous**)¹. Ce document visait à répondre aux préoccupations soulevées par l'internalisation des opérations sur titres de capitaux propres au sein des marchés canadiens. Vingt-et-un mémoires ont été reçus.

Le présent avis du personnel résume les commentaires obtenus, actualise certaines données présentées dans le document de consultation et fait le point sur les prochaines étapes.

II. CONTEXTE

En 2017, le personnel a pris connaissance des inquiétudes croissantes entourant l'expansion perçue de l'internalisation des ordres d'investisseurs individuels et des petits ordres sur le marché canadien des titres de capitaux propres.

L'internalisation s'entend généralement des opérations exécutées par un seul courtier qui agit à la fois comme acheteur et comme vendeur, que ce soit 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. Sur les marchés canadiens, les opérations peuvent être internalisées par l'exécution d'une « application intentionnelle » ou par une « application non intentionnelle »².

Le document de consultation présente des renseignements de base, y compris une description de certains aspects pertinents du cadre réglementaire canadien, énonce des préoccupations et des enjeux particuliers, et expose des données illustrant les niveaux récents d'internalisation au Canada.

¹ Voir : https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/valeurs-mobilières/2019-05/20190312-internalisation-marche-canadien-titres-capitaux-propres_fr.pdf

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. Une « application non intentionnelle » s'entend de l'exécution d'une opération dans le cadre de laquelle deux ordres proviennent du même courtier mais ne sont pas saisis simultanément.

A. Enjeux et préoccupations

Nous analysons ci-après les principaux enjeux présentés dans le document de consultation et les commentaires reçus en réponse à ce dernier. Le résumé complet desdits commentaires, accompagné de nos réponses, est joint au présent avis à titre d'Annexe B.

i. Direction préférentielle du flux d'ordres

Comme l'indique le document de consultation, la « direction préférentielle du flux d'ordres » dans le contexte de l'internalisation est une importante source de préoccupations. 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 les ordres d'autres courtiers dotés du même cours et ayant par ailleurs une priorité temporelle. Elle concerne les enjeux associés à l'internalisation, car elle peut faciliter cette dernière par des applications non intentionnelles. La direction préférentielle du flux d'ordres constitue un sujet de discordance au Canada depuis nombre d'années, et les réponses que le personnel a reçues aux questions s'y rapportant expressément dans le document de consultation dénotent la divergence continue des opinions des intervenants à son égard.

Des intervenants estiment que la direction préférentielle du flux d'ordres profite aux clients des courtiers et représente une solution préférable aux modèles de structure du marché des capitaux d'autres territoires. De l'avis de certains de ses défenseurs, les clients individuels en particulier bénéficient de la meilleure qualité d'exécution qui en découle, et la capacité des courtiers d'interagir efficacement avec leurs propres ordres sur un marché favorise l'affichage de la liquidité d'une façon transparente sur les marchés canadiens.

D'autres, toutefois, mettent en relief les incidences négatives de la direction préférentielle du flux d'ordres, notamment dans le contexte de l'équité en occasionnant des iniquités du fait que tous les participants au marché, dont les investisseurs, n'ont pas accès égal à l'interaction avec les ordres. En dépit des points de vue voulant qu'elle profite au marché canadien en encourageant l'affichage de la liquidité, des intervenants font valoir qu'elle a une incidence moins positive et trouvent que la capacité de passer outre la priorité temporelle d'autres ordres affichés dans un registre nuit à l'immédiateté et donne l'impression d'un manque d'équité dans les cas où un ordre affiché peut ne pas être exécuté même s'il se situe en tête de la file des ordres en attente.

Dans le document de consultation, on demandait expressément aux intéressés s'ils pensaient que la direction préférentielle du flux d'ordres offre plus d'avantages aux courtiers les plus importants. La plupart des intervenants conviennent qu'il peut en être ainsi pour ces courtiers et leurs clients. On y demandait aussi des données illustrant les incidences positives ou négatives de ce mécanisme (et de l'internalisation, plus généralement). Très peu de données attestant quantitativement les incidences ont été soumises.

ii. Opposition entre bien commun et bien individuel

Dans le document de consultation, il était question de l'opposition entre le bien commun et le bien individuel. On y indiquait que, même si l'on peut raisonnablement conclure que l'internalisation des ordres clients puisse profiter à certains courtiers et à leurs clients respectifs, il peut être tout aussi vrai qu'un marché dans lequel les participants agissent collectivement d'une manière qui

maximise leurs propres avantages puisse ne pas fonctionner dans l'intérêt de tous les participants. Le personnel a souligné l'importance que revêt l'équilibre entre un marché qui adhère aux principes d'équité et d'intégrité et celui qui fonctionne dans l'intérêt de certains participants y interagissant.

Les commentaires reçus à ce propos sont partagés. En effet, si nombre d'intervenants considèrent l'internalisation comme contraire au bien commun, d'autres estiment que la structure du marché canadien devrait chercher à trouver un équilibre approprié par le recours à l'internalisation.

iii. Segmentation des ordres d'investisseurs individuels

La segmentation des ordres désigne habituellement la séparation des ordres par catégorie ou type de participants au marché. Dans le document de consultation, le personnel indique à cet égard que, dans le contexte canadien, elle porte généralement sur les ordres d'investisseurs individuels. Il y traite aussi de la proposition de valeur inhérente à l'interaction avec pareils ordres et explique la façon dont la structure du marché canadien a évolué grâce à diverses méthodes visant à segmenter implicitement ou explicitement ces derniers.

La plupart des intervenants trouvent la segmentation des ordres préoccupante pour diverses raisons, notamment parce que l'élimination de l'accès aux ordres d'investisseurs individuels (ou à ceux de n'importe quel participant) va à l'encontre des principes d'équité et peut donner lieu à un marché moins concurrentiel, moins liquide et de moindre qualité. Selon quelques-uns, une distinction s'impose entre la segmentation découlant du choix des participants parmi divers modèles commerciaux accessibles à l'ensemble d'entre eux et les mécanismes de segmentation servant à isoler les ordres d'investisseurs individuels en y restreignant l'accès.

Au vu des réponses au document de consultation, il n'est pas évident que le marché canadien en est au point où le niveau de segmentation nécessite une réponse réglementaire immédiate. La majorité des intervenants croit que sa structure permet d'obtenir des résultats favorables pour les investisseurs individuels, mais recommande de continuer à se montrer prudent pour éviter des résultats déséquilibrés.

iv. Appariement automatisé avec les ordres clients sur un marché

Dans le document de consultation, le personnel souligne que, grâce à l'évolution technologique continue du marché canadien, les courtiers peuvent utiliser des systèmes pour automatiser l'internalisation des ordres au moyen de la direction préférentielle du flux d'ordres. Ces systèmes peuvent sembler présenter les caractéristiques d'un marché au sens de la réglementation canadienne³.

La plupart des intervenants sont d'avis que les systèmes qui automatisent l'internalisation des ordres devraient être considérés comme un marché, et que les dispositions pertinentes des

³ Le terme « marché » est défini dans le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*, et, en Ontario, dans la *Loi sur les valeurs mobilières*.

règlements devraient dès lors s'appliquer. Des préoccupations ont été soulevées à propos du cloisonnement de la liquidité entre les mains de certains courtiers, la rendant inaccessible au marché en général. Toutefois, certains intervenants croient qu'il peut simplement s'agir là de l'automatisation par les courtiers de ce qui était un procédé manuel n'ayant jamais constitué un marché, et que l'application de la technologie à elle seule ne devrait pas modifier la manière dont les flux de travaux des courtiers sont classés dans la réglementation.

III. DONNÉES RÉVISÉES SUR L'INTERNALISATION

En plus de décrire divers enjeux et de solliciter des commentaires, le document de consultation renfermait des données illustrant l'ampleur des éléments suivants :

- les applications intentionnelles;
- les applications non intentionnelles;
- les applications dans lesquelles le courtier a agi pour compte propre;
- le recours à la direction préférentielle du flux d'ordres dans certains marchés au Canada.

Pour ce qui des applications intentionnelles et non intentionnelles, les données qui y figuraient reposaient sur l'information transmise à l'OCRCVM par chaque marché canadien à l'aide du signal MRF (*Market Regulation Feed*) pour la période de janvier 2016 à juin 2018.

Les données sur l'ampleur de la direction préférentielle du flux d'ordres ont été directement fournies au personnel par les marchés mêmes. Toutefois, ce ne sont pas tous les marchés canadiens qui ont été en mesure de faire correctement la distinction entre les applications non intentionnelles qui découlaient de la direction préférentielle du flux d'ordres en tant que telle (et où la priorité temporelle n'avait pas été suivie) et celles dans lesquelles un ordre en attente était déjà en position de priorité temporelle et aurait été exécuté en dépit de la direction préférentielle. Ces données incomplètes visaient la période de janvier 2017 à juillet 2018.

Comme un certain temps s'est écoulé depuis la publication du document de consultation et notre examen des commentaires reçus ainsi que des données associées recueillies, nous jugeons important de mettre à jour certaines données afin qu'elles reflètent plus fidèlement les statistiques actuelles du marché. À l'Annexe A, nous republions donc des données révisées couvrant la période de janvier 2016 à octobre 2019. Dans le but d'en faciliter la lecture, nous y présentons aussi sous forme de tableaux des renseignements qui apparaissaient dans des graphiques dans le document de consultation.

Toutefois, les données à l'Annexe A n'actualisent pas l'information relative à la direction préférentielle du flux d'ordres initialement fournie par les marchés pour les besoins du document de consultation. Quoiqu'instructives, ces données n'englobaient pas tous les marchés canadiens et étaient de ce fait incomplètes aux fins des orientations réglementaires. L'OCRCVM a travaillé de concert avec les marchés canadiens afin qu'ils lui transmettent cette information, mais il ne la reçoit pas depuis assez longtemps pour pouvoir présenter des renseignements à jour à l'Annexe A. Les analyses futures tiendront compte de cette information et pourraient aussi porter sur d'autres évolutions de la structure du marché, comme les changements mis en œuvre par les marchés qui sont susceptibles d'influer sur l'ampleur de l'internalisation.

IV. PROCHAINES ÉTAPES

Dans le document de consultation, le personnel a délibérément omis d'exprimer son opinion sur les enjeux exposés et s'est plutôt concentré sur la sollicitation de commentaires qui contribueront à définir les futures orientations réglementaires. Les renseignements de base et les explications connexes qu'il y a donnés tenaient compte des intérêts opposés associés à l'internalisation et se voulaient une présentation équilibrée de ce qu'il considère comme les enjeux de fond.

Les commentaires reçus étaient variés et, en accord avec la façon dont les enjeux étaient formulés dans le document de consultation, l'équilibre représentait un thème commun aux réponses fournies. Particulièrement à l'égard de la direction préférentielle du flux d'ordres, bien que cette pratique aille à l'encontre du principe de la priorité cours-temps dans l'exécution des ordres, elle fait depuis longtemps partie de la structure du marché canadien. Dans sa forme actuelle, elle peut permettre aux courtiers de bénéficier de l'interaction avec leurs propres ordres, tout en pouvant profiter à certains clients individuels en améliorant la qualité d'exécution. Ses résultats peuvent être nuancés, de sorte qu'il est possible que tous les participants au marché ne soient pas touchés de la même manière. D'après les commentaires reçus et les données examinées, nous ne croyons pas que le mode de fonctionnement actuel du marché canadien justifie à court terme des travaux de réglementation ou des modifications du cadre réglementaire existant.

Rappelons que le document de consultation précise que les courtiers peuvent utiliser des systèmes pour automatiser l'internalisation des ordres, et que ces systèmes peuvent sembler présenter les caractéristiques d'un marché au sens de la réglementation canadienne. Pour de plus amples renseignements, se reporter aux indications sur les circonstances dans lesquelles le courtier peut être considéré comme exploitant un marché qui sont exposées dans l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*⁴. Les ACVM envisageront s'il y a lieu de fournir d'autres précisions à ce sujet.

Quant aux données à jour publiées à l'Annexe A, le personnel constate que l'ampleur des applications non intentionnelles a crû depuis la période de six mois allant de janvier à juin 2018, soit la dernière période visée par les données initialement publiées dans le document de consultation. Les données les plus récentes dénotent une augmentation, mais le personnel, après examen des données non publiques sous-jacentes, conclut que ce fait n'est nullement indicatif de modifications générales du mode de gestion des ordres par les courtiers ni de préoccupations particulières nécessitant une réponse réglementaire immédiate.

Le personnel continuera néanmoins de surveiller de près les données et, en cas d'indications que la qualité du marché canadien risque de pâtir des modifications des pratiques d'internalisation, dont celle attribuable à l'utilisation des systèmes des courtiers, il se penchera sur les mesures qui s'imposent.

⁴ Plus précisément, le paragraphe 8 de l'article 2.1 de cette instruction générale indique 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 comme exploitant un marché au sens du sous-paragraphe *iii* du paragraphe *a* de la définition de « marché ».

V. QUESTIONS

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

<p>Roland Geiling Analyste en produits dérivés Direction de l'encadrement des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers roland.geiling@lautorite.qc.ca</p>	<p>Serge Boisvert Analyste en réglementation Direction de l'encadrement des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca</p>
<p>Lucie Prince Analyste Direction de l'encadrement des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers lucie.prince@lautorite.qc.ca</p>	<p>Kent Bailey Senior Advisor, Trading, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario kbailey@osc.gov.on.ca</p>
<p>Kortney Shapiro Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario kshapiro@osc.gov.on.ca</p>	<p>Ruxandra Smith Senior Accountant, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ruxsmith@osc.gov.on.ca</p>
<p>Jesse Ahlan Regulatory Analyst, Market Structure Alberta Securities Commission jesse.ahlan@asc.ca</p>	<p>Meg Tassie Senior Advisor British Columbia Securities Commission mtassie@bsec.bc.ca</p>
<p>Kevin McCoy Vice-président à la politique de réglementation des marchés et à la conformité de la conduite de la négociation OCRCVM kmccoy@iroc.ca</p>	

Annexe A

Analyse quantitative de l'internalisation sur les marchés canadiens

La présente annexe rend compte d'une analyse quantitative des activités de négociation et des caractéristiques associées à l'internalisation des ordres, en plus d'actualiser les données initialement publiées en tant que partie 1 de l'Annexe A du document de consultation.

Elle fournit des données sur l'occurrence des applications intentionnelles et non intentionnelles dans tous les marchés canadiens pour la période de janvier 2016 à octobre 2019 selon les données transmises à l'OCRCVM par chaque marché à l'aide du signal MRF (*Market Regulation Feed*).

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

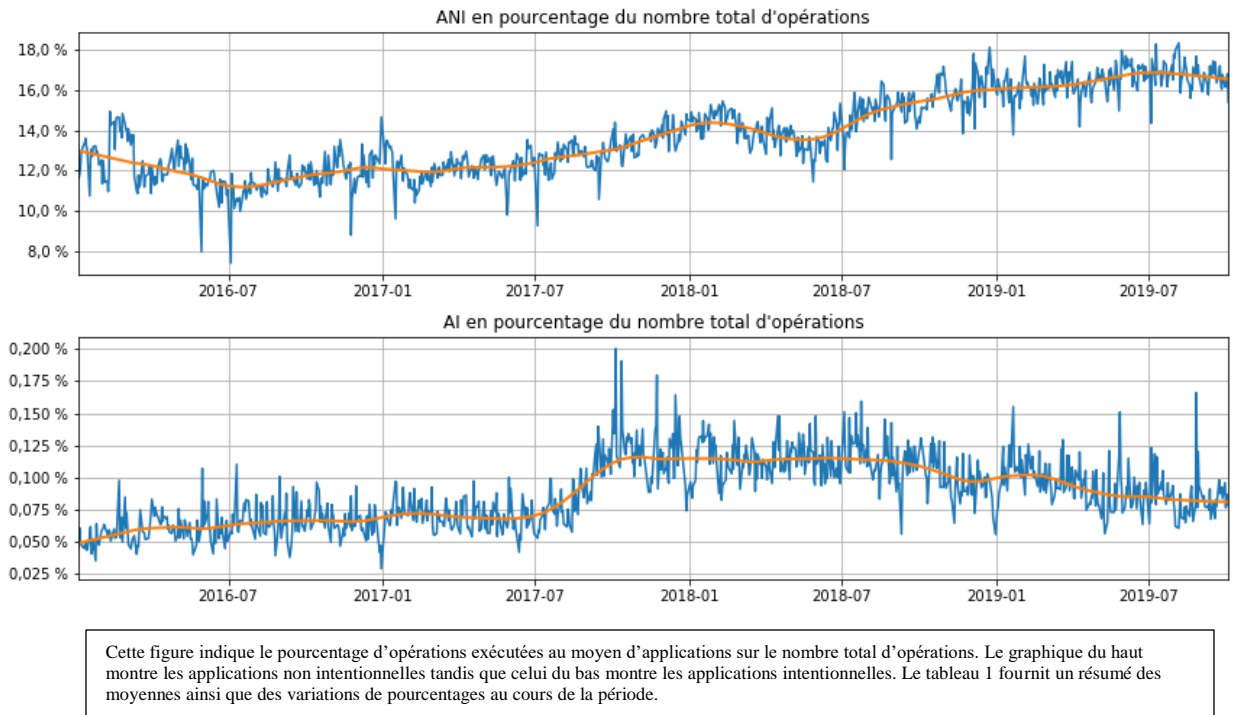


Figure 2 – Pourcentage du volume d’opérations exécutées au moyen d’applications non intentionnelles (ANI) ou intentionnelles (AI)

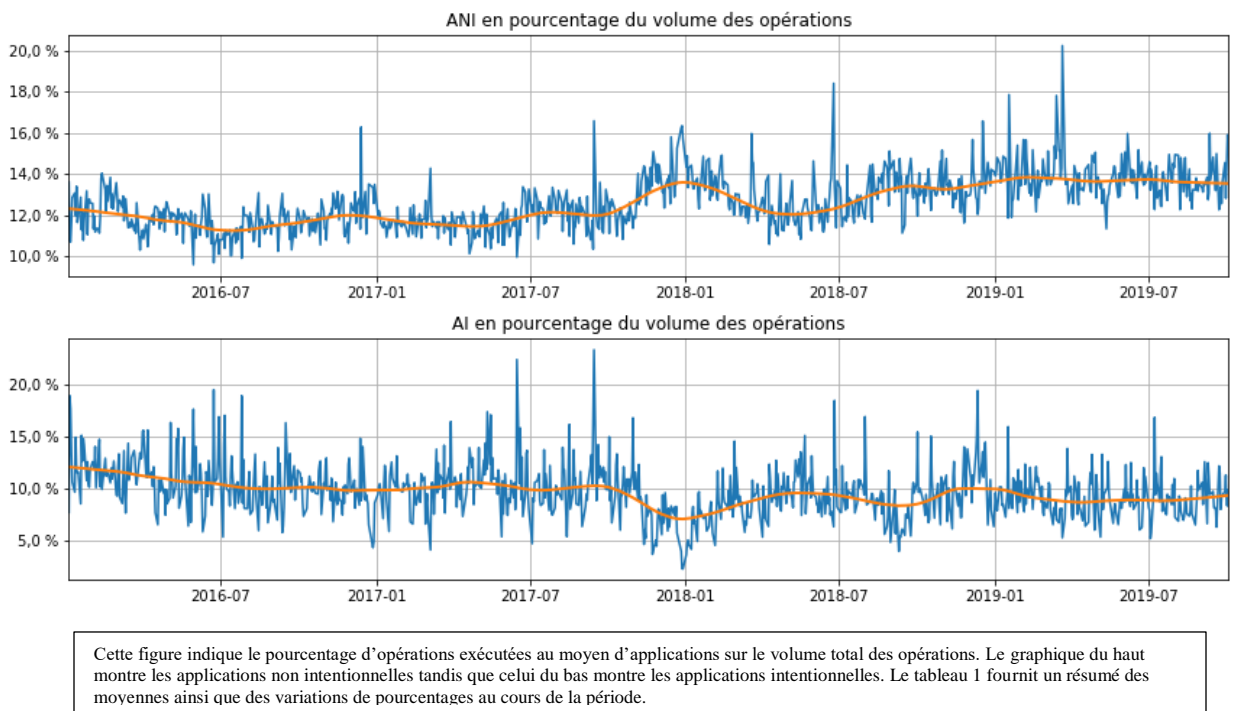
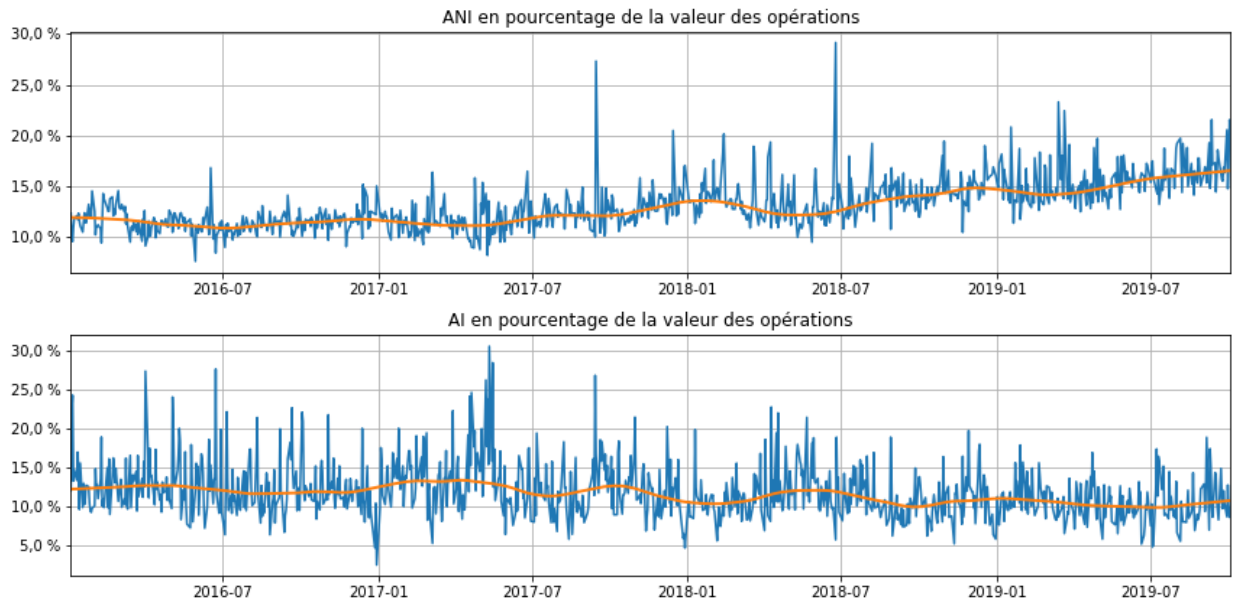


Figure 3 – Pourcentage de la valeur des opérations exécutées au moyen d’applications non intentionnelles (ANI) ou intentionnelles (AI) sur la valeur totale des opérations



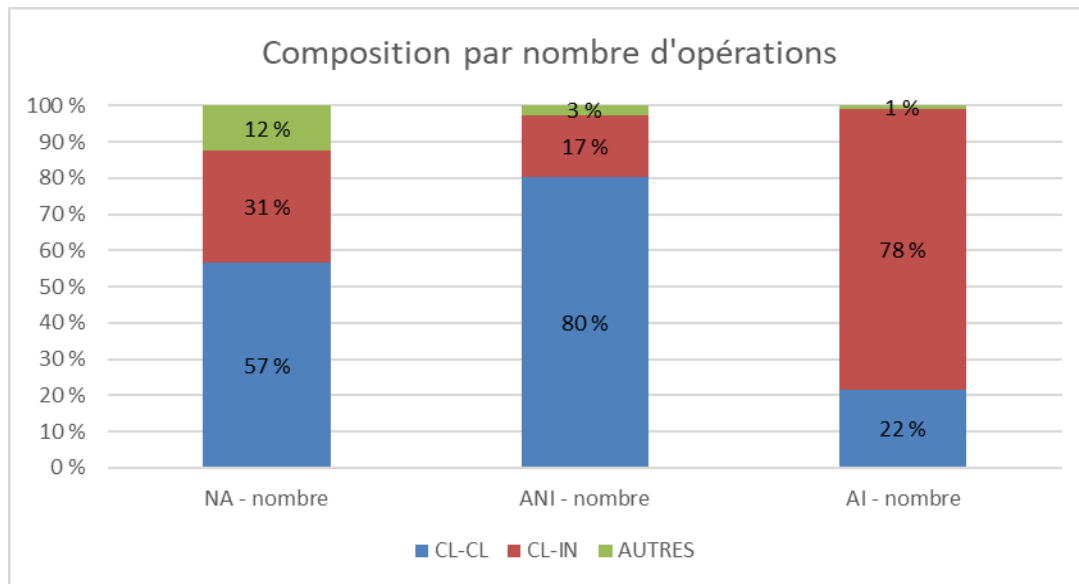
Cette figure indique le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications sur la valeur totale des opérations. Le graphique du haut montre les applications non intentionnelles tandis que celui du bas montre les applications intentionnelles. Le tableau 1 fournit un résumé des moyennes ainsi que 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	2018	2019	Variation entre les		Variation entre les périodes	
	Période	Période	Période	Période	Période	Période	Période	périodes 1 et 7		de janvier 2016 à juin 2018 et	
	1	2	3	4	5	6	7	Variation	Variation	Variation	Variation
	Janv. -	Juil. -	Janv. -	Juil. -	Janv. -	Juil. -	Janv. -	nette	en %	nette	en %
	juin	déc.	juin	déc.	juin	déc.	juin				
Applications non intentionnelles, en nombre	12,27 %	11,64 %	12,07 %	13,12 %	13,91 %	15,38 %	16,32 %	4,05 %	33,04 %	3,44 %	27,26 %
Applications non intentionnelles, en volume	11,85 %	11,70 %	11,58 %	12,62 %	12,75 %	13,23 %	13,90 %	2,05 %	17,34 %	1,49 %	12,28 %
Applications non intentionnelles, en valeur	11,44 %	11,39 %	11,48 %	12,65 %	13,40 %	14,21 %	15,12 %	3,68 %	32,16 %	2,99 %	24,74 %
Applications intentionnelles, en nombre	0,06 %	0,07 %	0,07 %	0,10 %	0,11 %	0,11 %	0,10 %	0,04 %	63,72 %	0,02 %	18,76 %
Applications intentionnelles, en volume	11,53 %	10,03 %	10,46 %	9,41 %	8,87 %	9,46 %	9,09 %	-2,45 %	-21,21 %	-0,82%	-8,19 %
Applications intentionnelles, en valeur	13,18 %	12,13 %	13,82 %	12,09 %	11,67 %	10,88 %	10,43 %	-2,75 %	-20,84 %	-1,94 %	-15,40 %

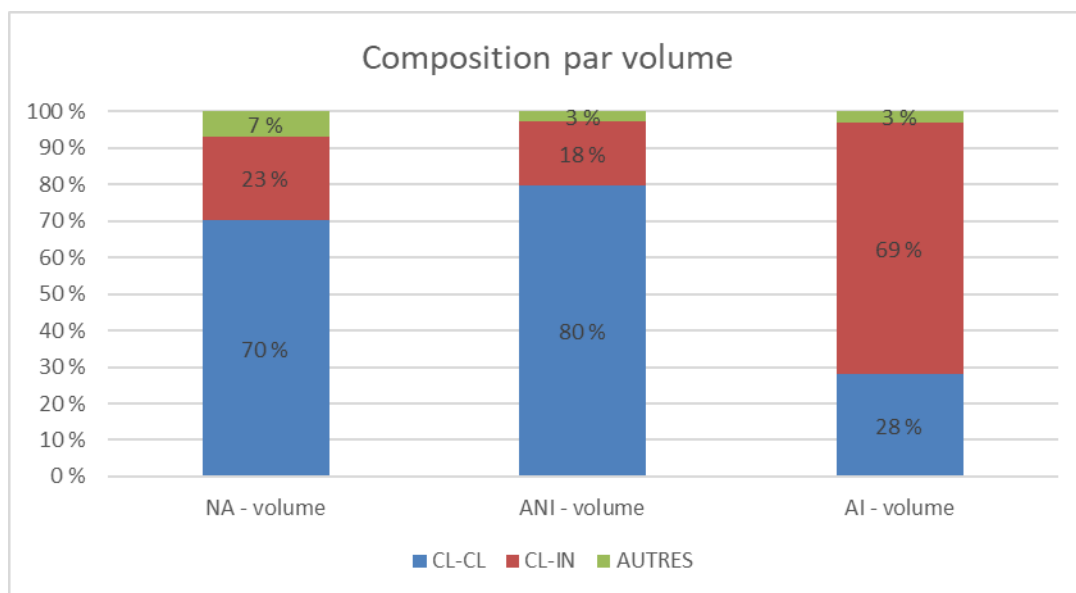
Ce tableau indique, en nombre d'opérations, volume total et valeur totale, les pourcentages moyens d'opérations exécutées au moyen d'applications intentionnelles et non intentionnelles sur le nombre total d'opérations pour une période de six mois. La variation nette entre les périodes 1 et 7 est calculée par comparaison de la période 7 (de janvier à juin 2019) à la période 1 (de janvier à juin 2016). La variation en pourcentage entre les périodes 1 et 7 correspond à la variation nette exprimée en pourcentage du pourcentage de la période 1.

Figure 4 –Moyenne des opérations exécutées au moyen d’applications par type de compte – comparaison avec la moyenne du nombre des opérations non exécutées à l’aide d’applications (NA)



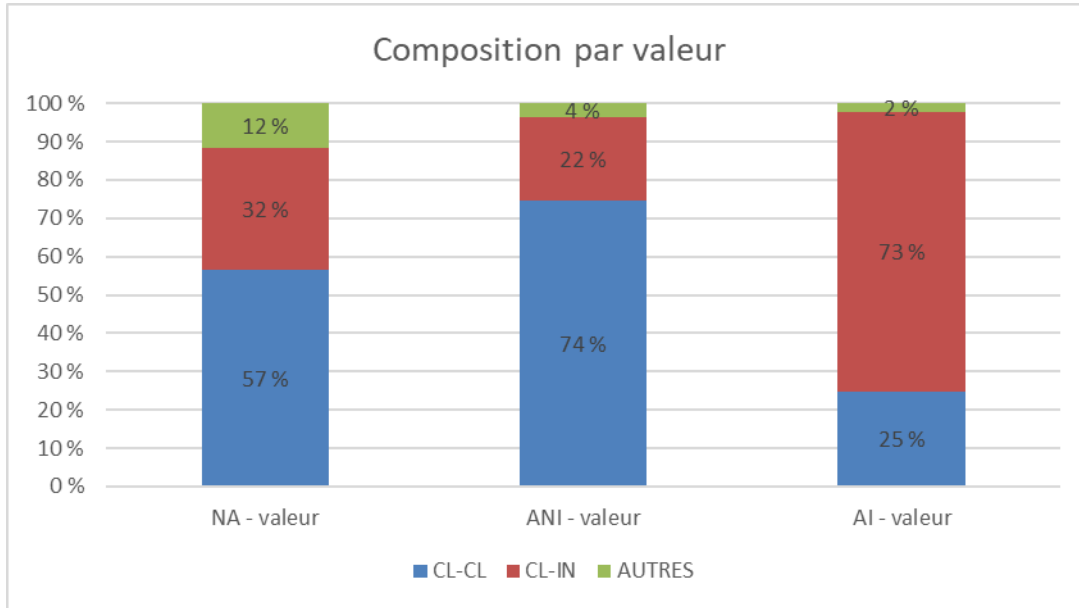
Cette figure indique, par nombre d’opérations et types de clients, le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications intentionnelles et non intentionnelles. Aux fins de comparaison, les données par types de clients pour les opérations non exécutées au moyen d’applications sont également fournies.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

Figure 5 –Moyenne des opérations exécutées au moyen d’applications par type de compte – comparaison avec la moyenne du volume des opérations non exécutées à l’aide d’applications



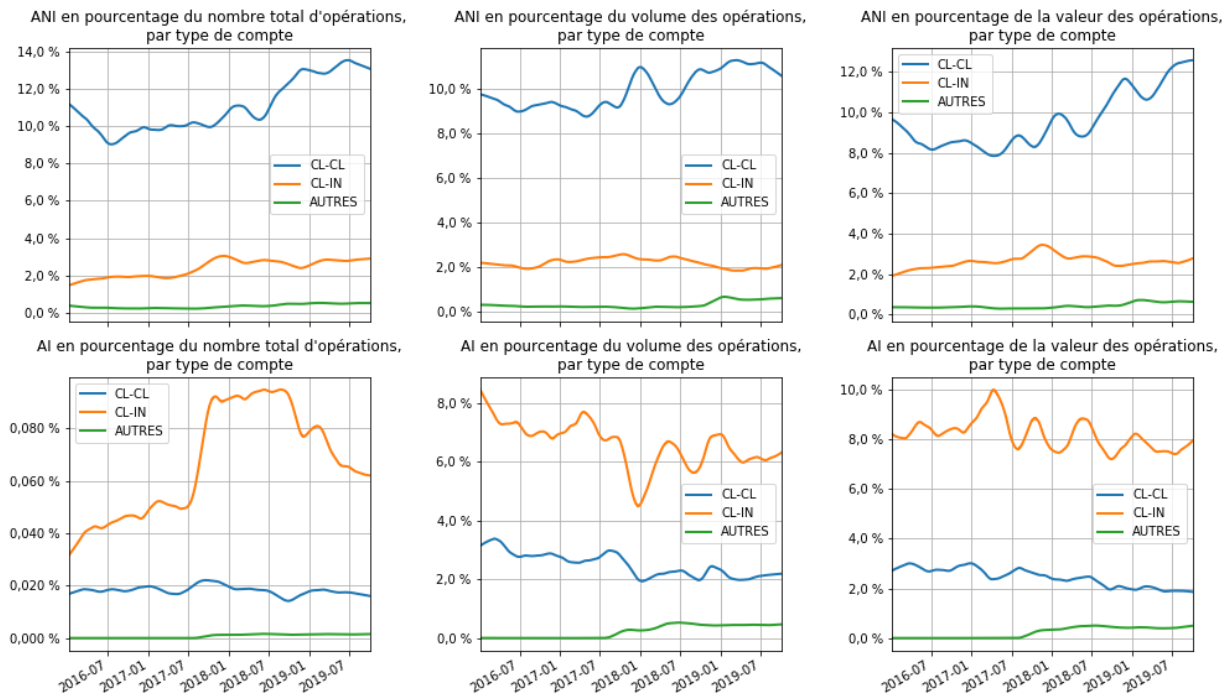
Cette figure indique, par volume d’opérations et types de clients, le pourcentage d’opérations exécutées au moyen d’applications intentionnelles et non intentionnelles. Aux fins de comparaison, les données par types de clients pour les opérations non exécutées au moyen d’applications sont également fournies.

Figure 6 – Moyenne des opérations exécutées au moyen d’applications par type de compte – comparaison avec la moyenne de la valeur des opérations non exécutées à l’aide 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

Application	Type de compte	2016	2016	2017	2017	2018	2018	2019	Variation entre les périodes 1 et 7		Variation entre les périodes de janvier 2016 à juin 2018 et de juillet 2018 à octobre 2019	
		Période 1	Période 2	Période 3	Période 4	Période 5	Période 6	Période 7	Variation nette	Variation en %	Variation nette	Variation en %
Applications non intentionnelles, en nombre	CL-CL	10,25 %	9,47 %	9,89 %	10,13 %	10,72 %	12,35 %	13,02 %	2,77 %	27,00 %	2,73 %	27,00 %
	CL-IN	1,73 %	1,95 %	1,95 %	2,74 %	2,81 %	2,58 %	2,79 %	1,07 %	61,73 %	0,50 %	22,35 %
	AUTRES	0,29 %	0,23 %	0,24 %	0,25 %	0,39 %	0,45 %	0,51 %	0,22 %	75,44 %	0,21 %	76,05 %
Applications non intentionnelles, en valeur	CL-CL	8,80 %	8,46 %	8,22 %	8,79 %	9,95 %	10,95 %	11,46 %	2,66 %	30,19 %	2,72 %	30,73 %
	CL-IN	2,25 %	2,53 %	2,91 %	3,51 %	3,00 %	2,78 %	2,93 %	0,68 %	30,20 %	0,03 %	1,20 %
	AUTRES	0,39 %	0,40 %	0,36 %	0,35 %	0,45 %	0,48 %	0,73 %	0,34 %	88,34 %	0,23 %	60,36 %
Applications non intentionnelles, en volume	CL-CL	9,37 %	9,31 %	8,97 %	9,83 %	10,12 %	10,69 %	11,32 %	1,96 %	20,92 %	1,49 %	15,61 %
	CL-IN	2,18 %	2,14 %	2,38 %	2,58 %	2,40 %	2,19 %	1,97 %	-0,21 %	-9,44 %	-0,26 %	-11,20 %
	AUTRES	0,30 %	0,25 %	0,23 %	0,21 %	0,23 %	0,35 %	0,60 %	0,30 %	98,79 %	0,26 %	106,71 %
Applications intentionnelles, en nombre	CL-CL	0,018 %	0,020 %	0,019 %	0,023 %	0,019 %	0,017 %	0,019 %	0,0005 %	2,52 %	-0,002 %	-9,04 %
	CL-IN	0,04 %	0,05 %	0,05 %	0,08 %	0,09 %	0,09 %	0,08 %	0,04 %	87,98 %	0,02 %	26,13 %
	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	S.O.*	0,001 %	S.O. *
Applications intentionnelles, en valeur	CL-CL	4,13 %	3,75 %	3,56 %	3,23 %	2,56 %	2,26 %	2,03 %	-2,10 %	-50,92 %	-1,33 %	-38,50 %
	CL-IN	9,04 %	8,38 %	10,26 %	8,65 %	8,64 %	8,11 %	7,92 %	-1,12 %	-12,44 %	-0,96 %	-10,69 %
	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,20 %	0,47 %	0,51 %	0,49 %	0,48 %	S.O. *	0,35 %	S.O.
Applications intentionnelles, en volume	CL-CL	3,54 %	3,16 %	2,96 %	2,94 %	2,24 %	2,44 %	2,09 %	-1,45 %	-40,87 %	-0,69 %	-23,37 %
	CL-IN	7,99 %	6,86 %	7,50 %	6,24 %	6,16 %	6,44 %	6,46 %	-1,53 %	-19,19 %	-0,53 %	-7,69 %
	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,23 %	0,48 %	0,58 %	0,54 %	0,54 %	S.O.	0,40 %	S.O. *

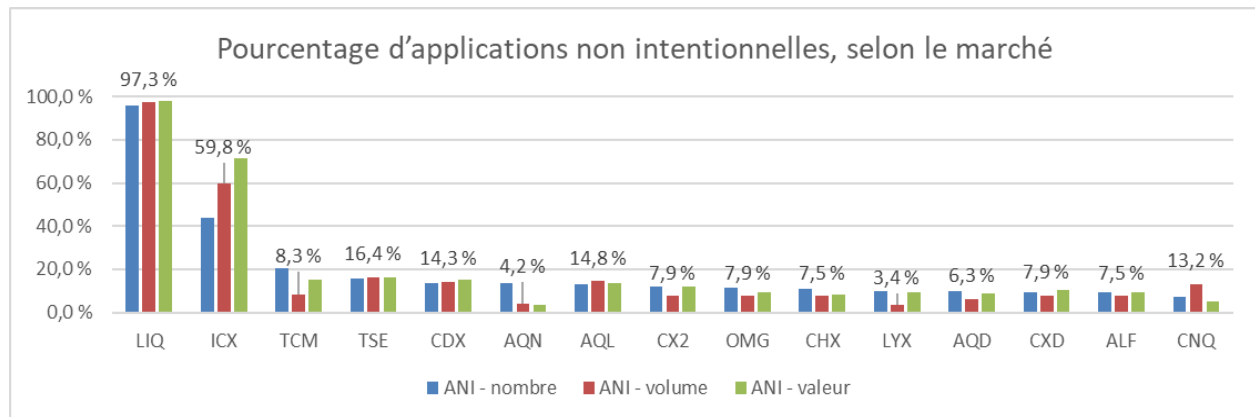
Ce tableau indique les pourcentages moyens d’applications intentionnelles et non intentionnelles par type de compte ainsi que selon la moyenne du nombre, du volume total et de la valeur totale des opérations sur des périodes de six mois. La variation nette est calculée en comparant la période 7 (de janvier à juin 2019) à la période 1 (de janvier à juin 2016). La variation en pourcentage entre les périodes 1 et 7 correspond à la variation nette exprimée en pourcentage du pourcentage de la période 1.

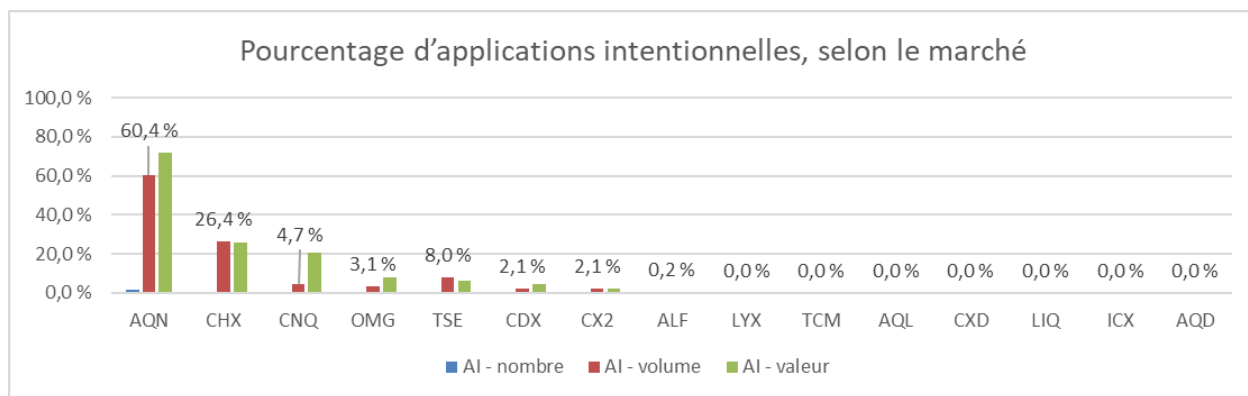
* En raison des valeurs négligeables dans le dénominateur, les variations en pourcentages ne sont pas instructives. Nous avons donc indiqué S.O.

Tableau 2.1 – Données de référence sur les marchés

Abréviation du marché	Alias du marché	Marché opaque	Nom complet du marché
ALF	ALF	Non	Alpha
AQD	AQD	Oui	NEO-D
AQL	AQL	Non	NEO-L
AQN	AQN	Non	NEO-N
CDX	TSXV	Non	Bourse de croissance TSX
CHX	CHX	Non	Nasdaq CXC
CNQ	CSE	Non	Bourse des valeurs canadiennes
CX2	CX2	Non	Nasdaq CX2
CXD	CXD	Oui	Nasdaq CXD
ICX	ICX	Oui	Instinet ICX
LIQ	LIQ	Oui	Liquidnet
LYX	LYX	Non	Lynx
OMG	OMG	Non	Omega
PTX	PTX	Non	Pure
TCM	TCM	Oui	MATCHNow
TSE	TSX	Non	Bourse de Toronto

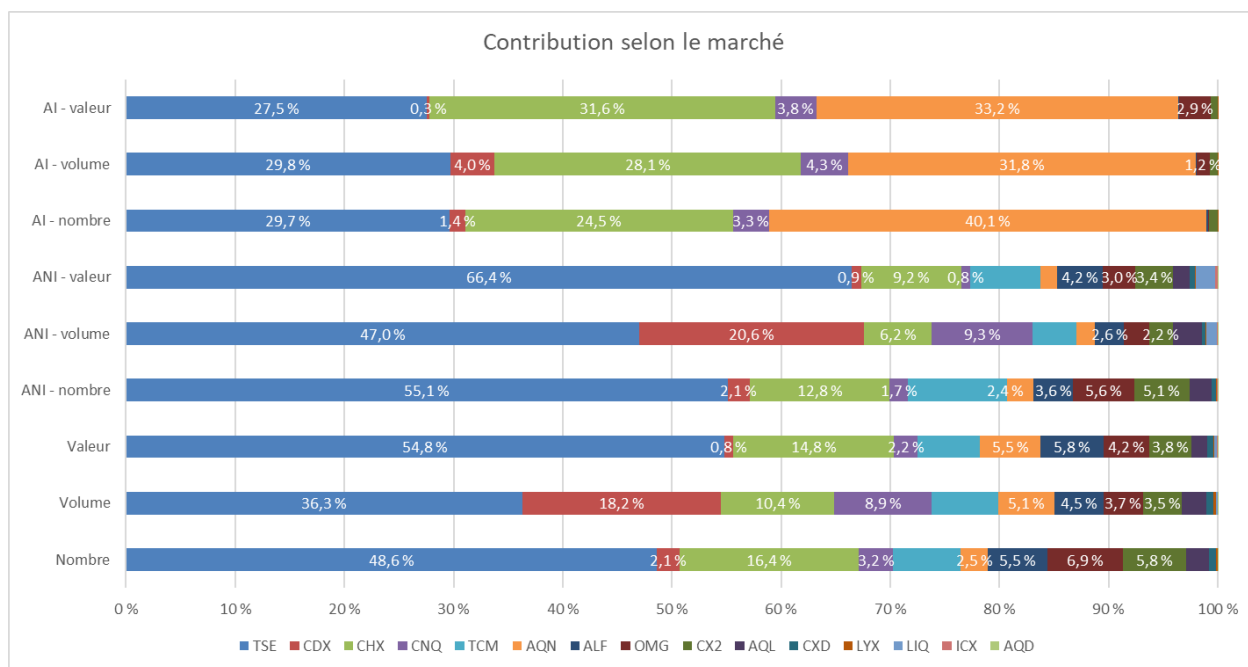
Figure 8 – Pourcentage moyen d'applications selon le marché – sur l'ensemble des opérations





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.

Figure 9 – Contribution moyenne selon le marché

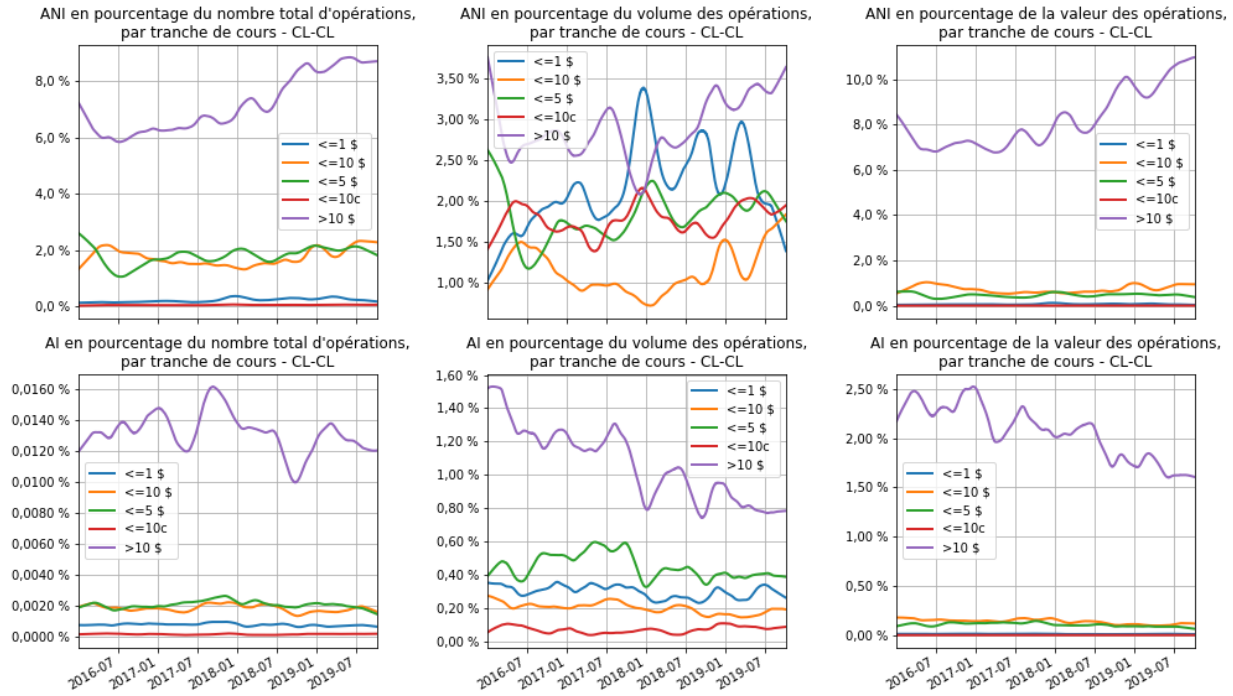


Cette figure indique, en pourcentage, la contribution de chaque marché relativement au nombre total d'opérations exécutées dans l'ensemble des marchés. Aux fins de comparaison, les données relatives au nombre total, au volume total et à la valeur totale des opérations (y compris celles exécutées au moyen d'applications et les autres) sont également présentées. Ce tableau repose sur les données exactes figurant dans le tableau 2.2.

Tableau 2.2 – Contribution moyenne de chaque marché selon les opérations exécutées au moyen d’applications non intentionnelles (ANI) ou intentionnelles (AI) et le nombre total d’opérations

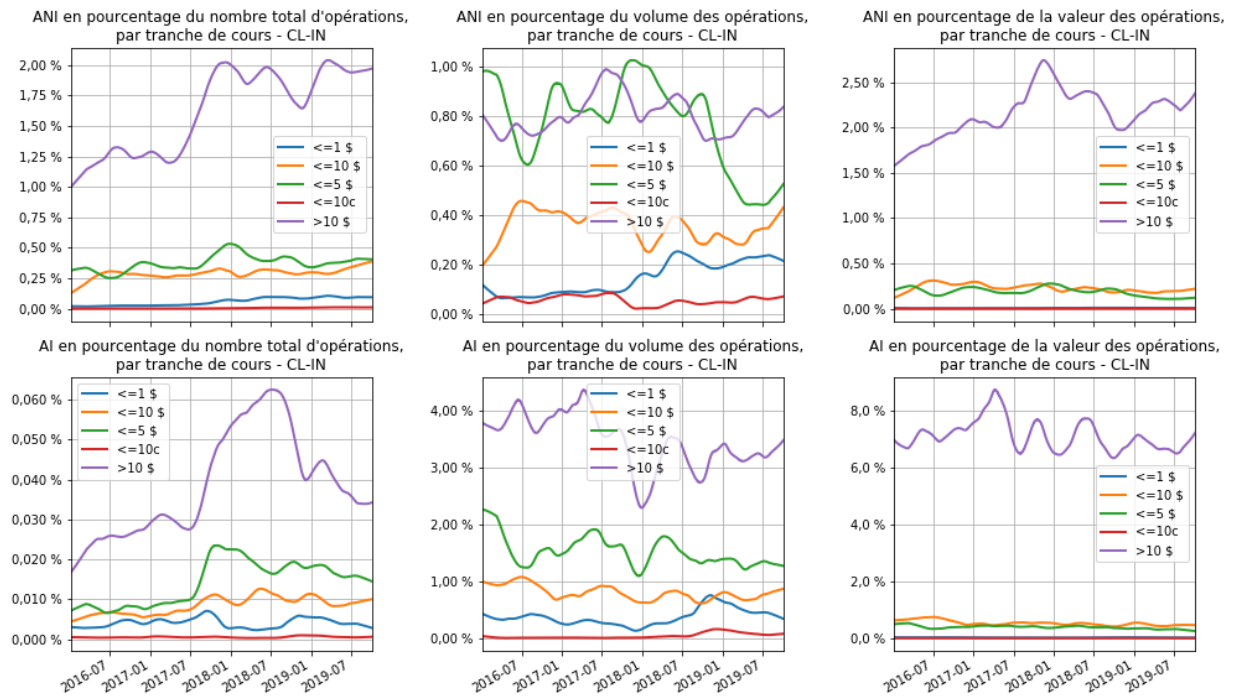
Marché	Nombre	Volume	Valeur	ANI - nombre	ANI - volume	ANI - valeur	AI - nombre	AI - volume	AI - valeur
TSE	48,6 %	36,3 %	54,8 %	55,1 %	47,0 %	66,4 %	29,7 %	29,8 %	27,5 %
CDX	2,1 %	18,2 %	0,8 %	2,1 %	20,6 %	0,9 %	1,4 %	4,0 %	0,3 %
CHX	16,4 %	10,4 %	14,8 %	12,8 %	6,2 %	9,2 %	24,5 %	28,1 %	31,6 %
CNQ	3,2 %	8,9 %	2,2 %	1,7 %	9,3 %	0,8 %	3,3 %	4,3 %	3,8 %
TCM	6,2 %	6,1 %	5,7 %	9,1 %	4,0 %	6,5 %	0	0	0
AQN	2,5 %	5,1 %	5,5 %	2,4 %	1,7 %	1,5 %	40,1 %	31,8 %	33,2 %
ALF	5,5 %	4,5 %	5,8 %	3,6 %	2,6 %	4,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
OMG	6,9 %	3,7 %	4,2 %	5,6 %	2,3 %	3,0 %	0,1 %	1,2 %	2,9 %
CX2	5,8 %	3,5 %	3,8 %	5,1 %	2,2 %	3,4 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %
AQL	2,1 %	2,3 %	1,5 %	2,0 %	2,6 %	1,5 %	0	0	0
CXD	0,6 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0	0	0
LYX	0,2 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,001 %	0,000 %	0,000 %
LIQ	0,001 %	0,1 %	0,2 %	0,0%	1,0 %	1,8 %	0	0	0
ICX	0,017 %	0,020 %	0,045 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0	0	0
AQD	0,004 %	0,004 %	0,007 %	0,003 %	0,002 %	0,004 %	0	0	0
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

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



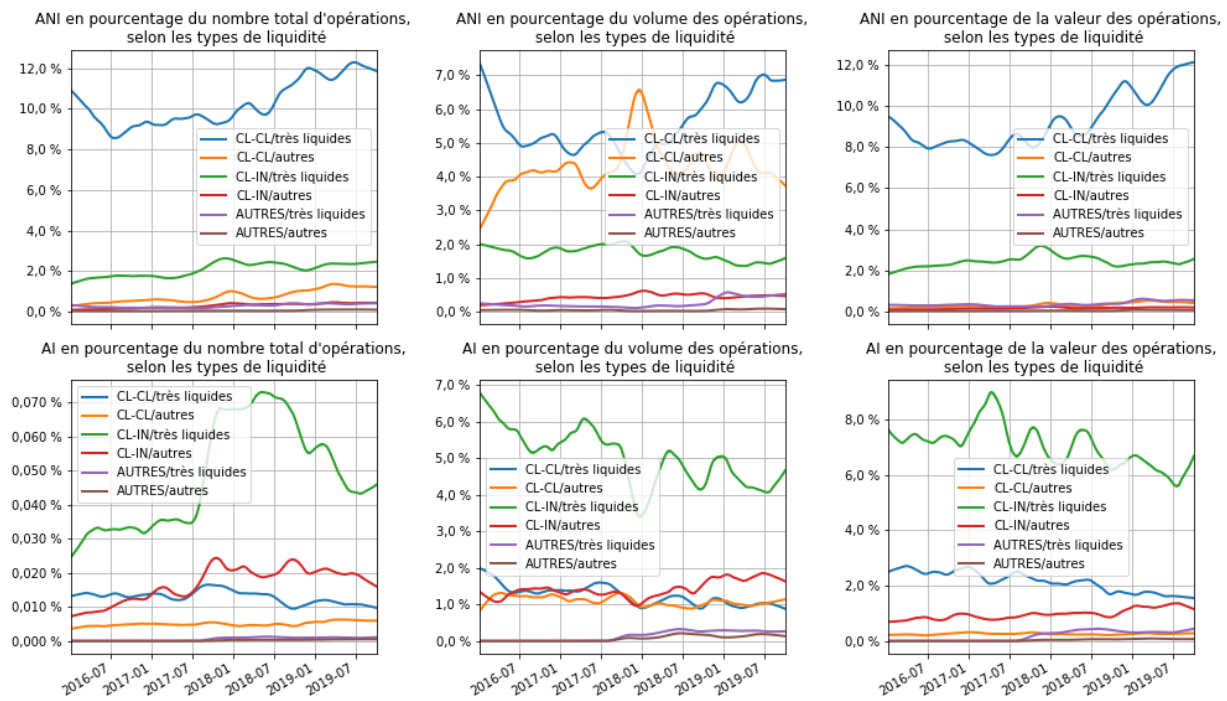
Cette figure indique, pour les opérations de client à client au cours de la période, le pourcentage des applications intentionnelles et non intentionnelles dans l'activité totale de négociation, selon le cours des titres. Cinq tranches sont utilisées : <=10 c, >10 c – 1 \$, >1 \$ - 5 \$, >5 \$ - 10 \$,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

Figure 12 – Applications selon les types de liquidité



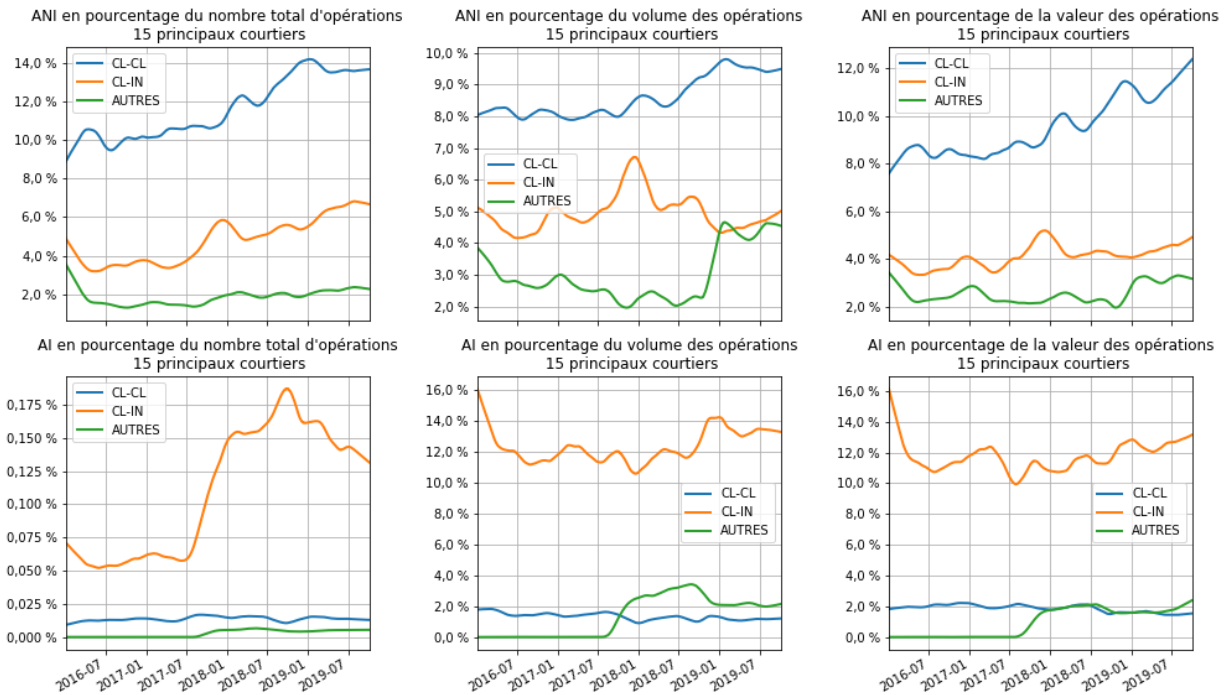
Cette figure indique le pourcentage d'applications intentionnelles et non intentionnelles dans l'activité totale de négociation au cours de la période, par type de client et selon les types de liquidité. La liste de titres très liquides de l'OCRCVM est utilisée pour calculer la liquidité des titres.

Tableau 3 – Contribution moyenne des 15 principaux courtiers

Valeur totale des opérations	88,04 %
Volume total des opérations	81,87 %
Nombre total d'opérations	87,77 %
Applications intentionnelles – valeur	85,97 %
Applications intentionnelles – volume	77,11 %
Applications intentionnelles – nombre	81,16 %
Applications non intentionnelles – valeur	94,75 %
Applications non intentionnelles – volume	94,68 %
Applications non intentionnelles – nombre	98,59 %

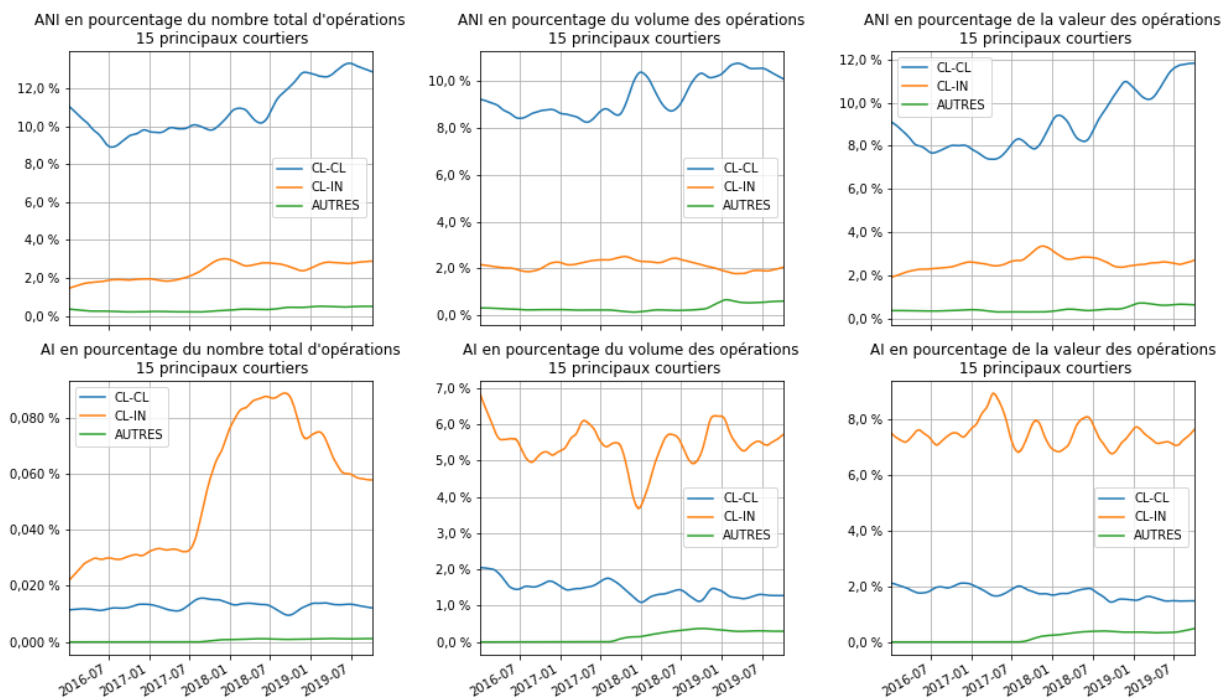
Ce tableau regroupe les activités de négociation des 15 principaux courtiers. Les pourcentages reflètent la contribution totale au cours de la période. Aux fins de comparaison, les données relatives au nombre total, au volume total et à la valeur totale des opérations (y compris celles exécutées au moyen 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.

Annexe B

Résumé des commentaires reçus et des réponses données

LISTE DES INTERVENANTS

1. The Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies
2. Leede Jones Gable Inc. – Jason Jardine
3. Buy Side Investment Management Association – Brent Robertson
4. Select Vantage Canada Inc. – Daniel Schlaepfer, Hugo Kruyne et Mario Josipovic
5. Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs
6. NEO Exchange Inc. – Cindy Petlock
7. Placements directs TD – Paul Clark
8. Valeurs Mobilières TD Inc.– David Panko
9. Valeurs mobilières Desjardins inc.
10. Acumen Capital Finance Partners Limited – Myja Miller
11. Ian Bandeen
12. Independent Trading Group
13. Groupe TMX Limitée – Kevin Sampson
14. BMO Marchés des capitaux – Dave Moore
15. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières – Susan Copland
16. RBC Dominion valeurs mobilières Inc., Marché des Capitaux et Gestion de patrimoine – Thomas Gajer
17. Banque Scotia - Alex Perel
18. Financière Banque Nationale Inc. – Nicolas Comtois, Alain Katchouni et Patrick McEntyre
19. Canadian Security Traders Association Inc.
20. Nasdaq Canada
21. Marchés mondiaux CIBC inc.

Sujet	Résumé des commentaires	Réponse des ACVM/de l'OCRCVM
<p>Commentaires généraux</p>	<p>Selon un intervenant, le processus de consultation favorise les participants au marché importants et les organismes de réglementation devraient tenir des tables rondes formelles et informelles dans le but de recueillir les points de vue de tous les participants au secteur. À l'inverse, un intervenant appuie ce qu'il estime être un processus de consultation collaboratif.</p> <p>Un autre est d'avis que les préoccupations d'ordre réglementaire au Canada découlent d'inquiétudes connexes au sein du secteur des valeurs mobilières des États-Unis, et évoque les différences de structure du marché entre les deux pays, particulièrement en ce qui concerne l'internalisation ou l'exécution en gros des ordres d'investisseurs individuels.</p>	<p>Les avis de tous les intéressés ont expressément été sollicités dans le cadre du processus de consultation et nous avons obtenu des commentaires tant des petits que des grands participants.</p> <p>Nous convenons de l'existence de différences notables en matière de structure du marché entre le Canada et les États-Unis, mais ne croyons pas que les préoccupations d'ordre réglementaire concernant l'internalisation au Canada découlent de préoccupations similaires aux États-Unis. Par exemple, la direction préférentielle du flux d'ordres constitue un élément important des préoccupations exprimées et représente un aspect généralement unique de la structure du marché au Canada.</p>
<p>Question 1 – Selon vous, qu'est-ce que l'internalisation?</p>	<p>Dans le document de consultation, une opération qui a été « internalisée » s'entendait généralement d'une « opération exécutée par un seul courtier qui agit à la fois comme acheteur et comme vendeur ». La plupart des intervenants sont d'accord avec cette définition.</p> <p>Cependant, un intervenant estime que, pour les besoins de ce document, la définition aurait dû mentionner les méthodes d'internalisation qui sont intentionnelles et assorties d'un degré élevé de certitude d'exécution, que ce soit par un procédé technologique ou manuel.</p>	<p>La définition fournie dans le document de consultation n'était pas censée porter sur les méthodes d'internalisation, et visait plutôt à proposer un sens large à propos duquel nous pourrions solliciter des commentaires sur plusieurs enjeux connexes.</p>
<p>Question 2 – (Principales caractéristiques d'un marché) - Toutes ces</p>	<p>La plupart des intervenants conviennent que les caractéristiques énoncées dans le document de consultation constituent des facteurs pertinents sur le plan de la réglementation. Selon un intervenant, au lieu d'être appliquées strictement, elles devraient l'être à l'ensemble</p>	<p>Nous convenons que les principales caractéristiques d'un marché, dont la première description remonte à aussi loin que 1997 et qui ont orienté la réflexion sur les changements réglementaires à apporter à la structure du</p>

<p>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.</p>	<p><i>de l'écosystème du marché en reconnaissance du rôle que jouent les courtiers dans la contribution à la qualité du marché.</i></p>	<p>marché, devraient être généralement appliquées à l'ensemble de celui-ci. Ces caractéristiques ont influé au fil des ans sur les orientations réglementaires se rapportant non seulement aux marchés, mais également aux enjeux touchant toutes les parties prenantes.</p>
<p>Question 3 – (Principales caractéristiques d'un marché) - 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.</p>	<p>La plupart des intervenants indiquent que l'internalisation peut avoir une incidence, positive ou négative, sur les caractéristiques énoncées. Selon l'un d'eux, elle nuit à leur ensemble et, de l'avis d'un autre, elle accroît la segmentation, ce qui a des conséquences sur un éventail d'entre elles.</p> <p>En particulier, certains soutiennent que l'accroissement de l'internalisation se répercutera sur la liquidité en élargissant les écarts et en rendant les cotations moins stables, alors que d'autres estiment que l'internalisation améliore la liquidité et l'immédiateté de l'exécution des ordres.</p> <p>D'aucuns croient que les modifications des règles relatives à l'internalisation, surtout la direction préférentielle du flux d'ordres, peuvent amener les courtiers à chercher à reproduire les avantages qu'ils en tirent par d'autres moyens, ce qui peut nuire aux principales caractéristiques du marché.</p>	<p>Nous soulignons les opinions partagées des intervenants. Nous croyons qu'elles appuient la position selon laquelle, quoique certaines caractéristiques puissent être touchées par l'internalisation, l'ampleur de l'incidence n'est pas aisément quantifiable.</p> <p>Voilà une réponse illustrant la nécessité de prendre garde à ce que les modifications réglementaires soient équilibrées et n'entraînent pas de conséquences imprévues.</p>
<p>Question 4 – Veuillez nous faire part de vos réflexions sur l'opposition entre bien commun et bien individuel dans le contexte de l'internalisation et</p>	<p>Si la plupart des intervenants trouvent l'internalisation préjudiciable au bien commun, bon nombre d'entre eux expriment aussi le souhait de trouver un équilibre entre le bien individuel (par exemple internalisation, direction préférentielle du flux d'ordres) et le bien commun (par exemple accès équitable, formation des cours). Quelques-uns sont cependant en faveur de l'internalisation au détriment du bien commun.</p> <p>Plusieurs intervenants priorisent le bien commun plutôt que le bien individuel, alors que d'autres se disent préoccupés par les</p>	<p>L'équilibre constitue un thème commun à bon nombre des réponses reçues. À notre avis, il s'agit d'un élément important à considérer dans l'évaluation des travaux de réglementation liés aux préoccupations soulevées.</p> <p>Nous prenons acte des préoccupations sous-jacentes à l'accroissement de</p>

<p>de la meilleure exécution.</p>	<p>conséquences de l'augmentation de l'internalisation, notamment sur la liquidité et la toxicité du marché en général.</p> <p>Un intervenant croit que les participants au marché qui profitent de l'internalisation peuvent être peu motivés à promouvoir le bien commun.</p> <p>Toutefois, un intervenant est inquiet de l'accent mis principalement sur le bien commun, puisque la qualité d'exécution pourrait s'en trouver ultimement sacrifiée et les flux d'ordres mondiaux vers le marché canadien risqueraient ainsi de s'amoindrir.</p>	<p>l'internalisation. Même si les données actuelles sur celle-ci ne dénotent pas, à notre avis, de préoccupations justifiant une réponse réglementaire immédiate, nous entendons les surveiller en continu, qu'elles se rapportent à l'ampleur de l'internalisation ou aux mesures de la qualité du marché en général. Nous envisagerons des mesures à adopter lorsque nous constaterons des incidences négatives, le cas échéant.</p> <p>Comme mentionné, nous reconnaissons la nécessité de continuer à assurer la compétitivité du marché canadien tout en veillant à ce que les modifications réglementaires n'entraînent pas de conséquences inattendues.</p>
<p>Question 5 - Veuillez 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.</p>	<p>Le seul répondant direct à cette question affirme qu'il est difficile de mesurer l'incidence de l'internalisation sur la qualité du marché sans passer par une étude formelle. Il estime en outre que le marché américain affiche une meilleure qualité d'exécution que son pendant canadien, ce qui, d'après lui, peut s'expliquer par la plus grande liquidité disponible grâce à l'internalisation.</p>	<p>Nous soulignons le manque de données provenant des intervenants et réitérons que nous n'avons observé aucune incidence négative particulière justifiant une intervention réglementaire immédiate.</p>
<p>Question 6 - À l'intention des participants au marché : veuillez fournir des données</p>	<p>Le seul répondant à cette question fait valoir que ses clients tirent avantage de l'internalisation puisqu'elle engendre une hausse du taux d'exécution des ordres passifs, une réduction de l'incidence des ordres négociables sur le marché, une baisse des coûts indirect d'exécution et une diminution du phénomène d'antisélection.</p>	<p>Voir la réponse à la question 5 ci-dessus.</p>

<p>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.</p>		
<p>Question 7 – Veuillez nous indiquer quels sont, selon vous, les avantages ou les inconvénients de la direction préférentielle du flux d'ordres?</p>	<p>Les intervenants ont mis en lumière nombre d'avantages et d'inconvénients de la direction préférentielle du flux d'ordres. En général, leurs avis à cet égard sont partagés. <u>Voici des avantages expressément mentionnés :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • immédiateté de l'exécution des ordres et diminution des coûts connexes; • amélioration de la capacité des clients individuels et institutionnels à saisir l'écart; • réduction de l'incidence des grands ordres sur le marché; 	<p>Comme indiqué, nous trouvons que la diversité des points de vue exprimés dans les commentaires étaye la position selon laquelle l'ampleur de l'incidence de la direction préférentielle du flux d'ordres n'est pas aisément quantifiable, et nous soulignons à nouveau la thématique de l'équilibre qui revient. Nous sommes d'avis qu'une intervention réglementaire à ce moment-ci, faute de preuves claires que la structure du marché nuit au bien commun, risque de</p>

	<ul style="list-style-type: none"> • solution préférable à d'autres, y compris une expansion du nombre de marchés opaques ou de courtiers établissant leurs propres plateformes de négociation; • comparativement à la structure du marché aux États-Unis, pratique préférable pour les raisons suivantes : <ul style="list-style-type: none"> ○ elle est plus équitable; ○ les principaux bénéficiaires sont les clients individuels; ○ elle encourage l'affichage de la liquidité sur les marchés organisés et l'appariement des ordres de client à client. <p><u>Voici des inconvénients mentionnés :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • incidence négative sur l'équité ou les principes d'un marché ouvert et équitable par la création d'iniquités, puisque tous les participants n'ont pas la possibilité d'agir avec un ordre donné; • incidence négative sur l'immédiateté des ordres affichés et perception défavorable de l'équité en résultant si les ordres ne sont pas exécutés ou l'immédiateté est réduite. <p>Selon plusieurs intervenants, les préoccupations soulevées peuvent entraîner des incidences particulièrement importantes s'il y a recours systématique à la direction préférentielle du flux d'ordres.</p> <p>Les intervenants ont été nombreux à commenter les modifications potentielles de l'application de la direction préférentielle du flux d'ordres. Leurs avis à cet égard sont partagés.</p> <p>Plusieurs sont en faveur soit de son interdiction complète, soit d'une restriction de son application aux petits ordres (habituellement, moins de 50 unités de négociation standard).</p> <p>Les intervenants s'opposant aux modifications ou aux restrictions estiment qu'elles engendreraient une complexité et des coûts accrus, et que les solutions de rechange pourraient fragmenter davantage le marché et profiter encore plus à ses participants employant des stratégies de négociation à faible latence.</p>	<p>déséquilibrer la structure du marché canadien et d'entraîner d'autres conséquences. Dans le cadre de notre surveillance continue, nous sommes déterminés à poursuivre l'évaluation de la mesure dans laquelle l'exécution des ordres résulte de la direction préférentielle, et de toute incidence correspondante.</p> <p>Se reporter aux réponses antérieures relatives aux conséquences imprévues pouvant découler de la prise immédiate de mesures réglementaires sans aucune preuve mesurable d'un enjeu existant à l'appui.</p>
--	--	---

	<p>On a par ailleurs fait remarquer qu’apporter des restrictions est inutile puisque le paragraphe 6.3, <i>Diffusion des ordres clients</i> des Règles universelles d’intégrité du marché (les RUIM) facilite déjà la formation des cours, l’immédiateté et la liquidité.</p> <p>Enfin, un intervenant trouve que d’éventuelles restrictions de la direction préférentielle des flux d’ordres pourraient éroder la compétitivité du marché canadien en majorant les coûts.</p>	<p>Nous ferons le suivi de nos règles de négociation et verrons à la réalisation des objectifs réglementaires. Nous pourrions proposer des modifications si nous jugeons qu’ils ne sont pas atteints.</p>
<p>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.</p>	<p>Un intervenant fait observer que, d’après ses statistiques internes, aucun segment de clients ne tire d’avantages disproportionnés de la direction préférentielle du flux d’ordres.</p>	<p>Nous soulignons l’absence de données illustrant des incidences négatives particulières justifiant une intervention réglementaire immédiate.</p>
<p>Question 9 - À votre avis, la direction préférentielle du flux d’ordres offre-t-elle plus d’avantages aux courtiers les plus importants?</p>	<p>Les intervenants conviennent pour la plupart que les sociétés les plus importantes tirent davantage parti de la direction préférentielle du flux d’ordres que les courtiers plus petits. L’un d’eux indique qu’elle incite les fournisseurs de liquidité à devenir clients des courtiers les plus importants.</p> <p>D’autres souscrivent moins à cette opinion et expriment un certain nombre de nuances. Selon eux, la direction préférentielle du flux d’ordres offre des avantages non seulement aux courtiers les plus importants, mais aussi à tous ceux possédant un volume d’ordres</p>	<p>Concernant la direction préférentielle du flux d’ordres, nous prenons acte des préoccupations selon lesquelles les plus petits courtiers peuvent être désavantagés comparativement aux plus importants qui comptent un volume d’ordres considérablement plus élevé. Nous notons qu’elle ne procure pas exclusivement des avantages aux courtiers les plus importants, et que les plus petits peuvent également en bénéficier lorsqu’ils ont des ordres existants</p>

	<p>clients des deux sens, des branches d'activité diversifiées ou un important flux d'ordres actifs (c'est-à-dire négociables).</p> <p>Un intervenant estime qu'elle est avantageuse pour les plus petits courtiers en leur procurant plus de liquidité, une meilleure formation des cours et un accès accru au flux d'ordres comparativement à d'autres structures du marché les excluant carrément.</p>	<p>dans un registre, et potentiellement en ayant accès au niveau accru de liquidité découlant de l'activité de négociation d'autres courtiers. Faute de preuve claire d'un déséquilibre de la structure du marché causant des incidences négatives mesurables, nous hésitons à proposer des changements à l'heure actuelle, mais continuerons de surveiller la situation.</p>
<p>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?</p>	<p>Deux intervenants disent n'avoir connaissance d'aucune étude relative à l'incidence de la direction préférentielle du flux d'ordres sur les titres liquides ou non liquides.</p> <p>Les répondants à cette question ont des avis partagés. Ainsi, deux d'entre eux font remarquer qu'il existe un volume plus élevé d'opérations sur des titres liquides qui se traduit au final par une plus grande fréquence d'emploi de la direction préférentielle du flux d'ordres.</p> <p>La plupart de ceux ayant répondu pensent que la direction préférentielle a une incidence plus prononcée sur les titres non liquides, notamment pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • la valeur de la priorité temporelle est importante pour les titres peu négociés et ceux dont les opérations sont concentrées sur un marché; • le resquillage de file d'attente (« passer avant les autres ») résultant de la direction préférentielle peut se répercuter davantage sur la perception de l'équité à l'égard des titres non liquides; • les inquiétudes sont déjà vives à propos de la liquidité de ces titres; • la direction préférentielle peut inciter les courtiers à tenir marché, ce qui apporte de la liquidité au moment où elle est le plus nécessaire. <p>Deux intervenants trouvent que la direction préférentielle du flux d'ordres se répercute davantage sur les titres liquides. L'un deux fait</p>	<p>Les avis divergents étayent le point de vue selon lequel il est difficile d'établir l'ampleur de la différence d'incidence de la direction préférentielle du flux d'ordres entre les titres liquides et les moins liquides. Nous continuerons de surveiller les indicateurs de la qualité du marché et l'ampleur de la direction préférentielle et tiendrons compte du profil de liquidité du titre.</p>

	<p>remarquer que les titres plus liquides sont négociés sur des registres d'ordres multiples comportant de longues files d'attente, surtout ceux assortis de prix inférieurs. Vu que les ordres en attente sont difficilement exécutables en fonction de la priorité temporelle à elle seule, ils bénéficient de la direction préférentielle.</p> <p>Un autre pense que ce mécanisme ne constitue pas un facteur clé dans la liquidité des titres peu négociés, car celle-ci est principalement tributaire de la propriété des titres par des investisseurs institutionnels, de la participation d'investisseurs individuels et des activités de recherche, et non de la microstructure du marché.</p> <p>Finalement, un intervenant mentionne que l'incidence est probablement identique, qu'il s'agisse de titres liquides ou non.</p>	
<p>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?</p>	<p>Deux intervenants, représentant les intervenants du côté vendeur, sont d'avis que les courtiers qui automatisent ce qui peut être, ou était, réalisé manuellement ne devraient pas être considérés comme un marché au sens des règles relatives au marché. L'application de la technologie ne devrait pas changer la classification d'une activité d'un point de vue réglementaire. L'un d'eux indique cependant que des mécanismes permettant de détenir un grand nombre d'ordres clients à l'écart des marchés tout en cherchant systématiquement à les apparier ne ferait pas partie des tâches que les courtiers peuvent accomplir manuellement, et que pareils systèmes seraient considérés comme un marché.</p> <p>Toutefois, la plupart des intervenants pensent que le courtier ou tout système qui internalise les ordres de manière automatisée devrait être considéré comme un marché. Selon eux, le marché canadien est relativement petit et compte d'importants intermédiaires ainsi qu'une participation significative des investisseurs individuels. Les cloisonnements de la liquidité non seulement réduiraient l'efficacité, mais nuiraient aussi à l'équité. Si l'on considère ces courtiers ou systèmes comme des marchés, les obligations d'accès équitable prévues par les règles relatives aux marchés s'appliqueront.</p>	<p>Nous sommes d'avis que le courtier exerçant des activités semblables à celles d'un marché, du fait qu'il apparie systématiquement les ordres d'achat et de vente de titres en disposant d'une mince marge de manœuvre dans le processus d'exécution, pourrait répondre à la définition d'un marché. Les ACVM évalueront s'il y a lieu de préciser davantage les circonstances dans lesquelles un système serait considéré comme un « marché ».</p> <p>Nous partageons les inquiétudes exprimées par les intervenants relativement aux cloisonnements de la liquidité et aux incidences négatives potentielles sur le marché canadien, mais ne pensons pas que les données actuelles illustrent des préoccupations nécessitant une intervention réglementaire immédiate. Comme nous l'avons mentionné dans les réponses précédentes, nous entendons continuer à surveiller ces incidences négatives et</p>

		envisagerons des mesures réglementaires appropriées, au besoin.
<p>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?</p>	<p>La majorité des intervenants considère que la segmentation des ordres est une source de préoccupation, notamment pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • elle est contraire aux principes d'équité d'accès; • elle cloisonne la liquidité et réduit les possibilités d'interaction optimale entre les ordres; • l'amointrissement de la diversité des ordres sur le marché rendrait ce dernier moins liquide et moins concurrentiel; • la segmentation des ordres d'investisseurs individuels en particulier constitue une tendance malsaine, surtout sur un petit marché comme le Canada présentant des problèmes de liquidité; • l'élimination d'une catégorie d'ordres nuirait à la formation des cours (on signale que la suppression du flux d'ordres d'investisseurs individuels se répercuterait négativement sur la formation des cours puisqu'il en représente un élément important); • la suppression du flux d'ordres d'investisseurs individuels accroîtrait la toxicité au sein du marché des autres investisseurs, ce qui éloignerait ce dernier des marchés transparents; • elle est souvent associée à la fuite d'information; • elle peut éroder la qualité du marché au Canada. <p>Certains intervenants soulignent la prolifération des types d'ordres et des incitatifs offerts par les marchés. Un intervenant fait également remarquer que ces offres donnent lieu à une intermédiation superflue.</p> <p>Un intervenant indique qu'il faudrait distinguer la segmentation implicite de la segmentation explicite. Selon lui, il existe une différence entre les modèles commerciaux concurrents incitant les participants à rechercher les services répondant le mieux à leurs besoins, mais les caractéristiques du marché devraient être accessibles à tous et il revient aux utilisateurs de choisir la façon de les utiliser. Toutefois, aucune caractéristique ne devrait segmenter expressément les ordres et restreindre l'accès.</p>	<p>Nous partageons certaines des préoccupations mises de l'avant, particulièrement en ce qui concerne la qualité globale du marché canadien.</p> <p>Comme l'indique le document de consultation, la segmentation des ordres peut découler de mécanismes différents, dont les suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les barèmes de droits sur le marché (c'est-à-dire les droits et les rabais sur les droits); • d'autres fonctionnalités du marché (par exemple les délais de traitement des ordres, les programmes des teneurs de marché); • les pratiques ou processus de négociation des courtiers qui visent à internaliser les flux d'ordres d'investisseurs individuels, voire d'autres flux d'ordres. <p>Lors de l'examen des diverses offres d'un marché, nous tenons compte des enjeux liés à la segmentation, particulièrement dans le contexte de l'accès équitable et de la fuite d'information, ainsi que des incidences de ces offres sur la qualité du marché canadien. Nous n'avons pour le moment relevé aucune préoccupation découlant de la segmentation des ordres qui</p>

	<p>Des intervenants affirment que les préoccupations en matière de segmentation sont identiques, qu'elles concernent le courtier, par l'internalisation, ou les caractéristiques d'un marché. Ils déplorent que les marchés et les courtiers permettant la segmentation soient traités différemment du point de vue réglementaire.</p> <p>Un intervenant est d'avis qu'un certain degré de segmentation est nécessaire pour améliorer la qualité d'exécution de certaines catégories d'ordres; toutefois, la qualité du marché pâtirait d'un éventuel excès. Selon lui, la segmentation des ordres d'investisseurs individuels aux États-Unis, par l'entremise de l'exécution en gros, a réussi à améliorer l'immédiateté, la qualité d'exécution et l'incidence sur le marché pour les clients individuels. En outre, l'érosion de la part du marché canadien est directement liée à l'incapacité de segmenter le flux d'ordres d'investisseurs individuels dans le cadre réglementaire actuel.</p>	<p>nous semble nécessiter une réponse réglementaire immédiate.</p>
<p>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?</p>	<p>Bien qu'ils ne souscrivent pas nécessairement dans tous les cas à l'emploi du terme « optimaux », les intervenants appuient généralement la structure du marché canadien comparativement à celle d'autres pays et sont d'avis que, à l'instar du cadre réglementaire existant, elle permet d'obtenir des résultats d'exécution favorables pour les ordres d'investisseurs individuels. Certains soulignent l'existence de règles et d'obligations facilitant l'exécution de pareils ordres, tandis qu'un autre fait remarquer que ces derniers tirent avantage des frais de négociation peu élevés qu'exigent les courtiers d'investisseurs individuels.</p> <p>L'un d'eux fait remarquer le défi inhérent à l'obligation des courtiers d'améliorer les résultats d'exécution pour les ordres d'investisseurs individuels, de même que les répercussions potentielles sur l'ensemble du marché. Un autre abonde dans le même sens, suggérant de se montrer prudent dans la prise de mesures supplémentaires au profit des investisseurs individuels afin d'éviter d'avoir à choisir entre bien commun et bien individuel.</p>	<p>Nous sommes d'avis qu'une structure du marché « parfaite » n'existe probablement pas, mais croyons que l'écosystème actuel du marché canadien représente un équilibre raisonnable entre les besoins des divers participants au marché, dont les investisseurs individuels.</p> <p>Nous convenons de l'importance de voir à la compétitivité continue du marché canadien, surtout dans les cas où les titres inscrits à la cote au Canada peuvent être aisément négociés au pays ou dans d'autres territoires</p>

	<p>Un intervenant s'oppose à la notion que les ordres d'investisseurs individuels obtiennent des résultats d'exécution optimaux et affirme qu'ils sont mieux exécutés aux États-Unis. Il met en lumière l'importance de s'assurer de la compétitivité des marchés canadiens par rapport à leurs pendants américains en vue de protéger notre part du marché tout en attirant des ordres additionnels.</p>	
<p>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.</p>	<p>Un grand nombre d'intervenants proposent des modifications qui pourraient être apportées au cadre réglementaire dans le but de répondre aux préoccupations concernant les ordres d'investisseurs individuels. L'un d'eux évoque les règles existantes et indique que l'OCRCVM et les ACVM devraient continuer d'assurer que les courtiers les respectent, y compris en matière de diffusion d'ordres, l'obligation de meilleure exécution, ainsi que les dispositions sur l'exécution d'ordres clients pour compte propre.</p> <p>Plusieurs intervenants mentionnent expressément le paragraphe 6.3, <i>Diffusion des ordres clients</i> des RUIM et sont d'avis qu'il faudrait revoir les seuils de taille des ordres associés à son application avec la possibilité de les modifier de façon à renforcer cette disposition et ses avantages correspondants pour les ordres d'investisseurs individuels. L'éventuel apport de modifications pourrait également renforcer d'autres paragraphes des RUIM visés par ces seuils.</p> <p>Plusieurs intervenants font référence aux fonctions ou à la fonctionnalité d'« exécution garantie » que divers marchés canadiens appliquent à l'égard, généralement, des ordres d'investisseurs individuels. Certains estiment qu'on devrait revoir ces fonctions de manière à limiter ou à repenser carrément leur utilisation, quoique l'un d'eux mentionne qu'elles ont permis aux courtiers d'investisseurs individuels de disposer d'une meilleure liquidité pour l'exécution des ordres de ces investisseurs. Selon un intervenant, seules les bourses d'inscription devraient être autorisées à les offrir dans le contexte d'un programme de tenue de marché formel.</p>	<p>Dans le cadre des travaux en cours liés à ce projet, l'OCRCVM passera en revue bon nombre des dispositions des RUIM afin de s'assurer que les objectifs réglementaires recherchés continuent d'être atteints. Il envisagera d'y apporter des modifications, au besoin.</p> <p>Les ACVM ont examiné les diverses fonctions d'« exécution garantie » à la lumière de la conciliation entre les obligations des teneurs de marché boursier, d'une part, et les avantages offerts, d'autre part. Elles les trouvent actuellement bien équilibrées et constatent que, même si d'aucuns peuvent les considérer comme un avantage plutôt que comme une obligation, les programmes sont habituellement conçus pour accroître la liquidité dans le registre d'ordres d'une bourse, et que les ordres affichés sont exécutés en priorité.</p>

	<p>Un certain nombre d'intervenants recommandent aux ACVM et à l'OCRCVM d'instituer des obligations d'information relatives à l'acheminement et à l'exécution des ordres provenant tant d'investisseurs individuels qu'institutionnels.</p> <p>Deux intervenants suggèrent de prévoir des fonctions dédiées à l'exécution d'ordres d'investisseurs individuels qui ouvriraient l'accès à quiconque souhaite apporter de la liquidité à ces ordres sur une base multilatérale. L'un d'eux croit qu'il en résulterait certains avantages liés au modèle d'exécution en gros américain, tout en garantissant des interactions multilatérales.</p> <p>Un intervenant recommande aux ACVM et à l'OCRCVM d'exiger que les investisseurs individuels et les conseillers en placement aient accès à des données en temps réels pour avoir une meilleure idée de la liquidité disponible et de la manière dont les ordres sont exécutés, ce qui les aiderait à prendre des décisions d'investissement mieux éclairées.</p>	<p>Les ACVM ont déjà proposé de telles obligations d'information, mais n'ont pas donné suite à leur projet. S'il y a lieu, elles évalueraient à nouveau si des obligations de la sorte donneraient des avantages significatifs.</p> <p>Les ACVM et l'OCRCVM appuient l'innovation qui pourrait contribuer à l'amélioration de la structure du marché canadien, et ils évalueraient les éventuelles propositions des marchés à cet égard suivant les procédures normales.</p> <p>À l'instar de bien d'autres autorités à l'échelle mondiale, nous nous penchons sur un éventail d'enjeux associés aux données du marché. Toute proposition éventuelle concernant ces données s'inscrirait dans le cadre d'un projet réglementaire distinct.</p>
<p>Question 15 – Y a-t-il d'autres aspects sur lesquels nous devrions nous pencher dans le cadre de notre examen?</p>	<p>Certains intervenants ont mentionné d'autres aspects auxquels ils estiment que nous devrions nous attarder.</p> <p>Selon l'un d'eux, les échelons de cotation obligatoires définis dans les RUIIM résident au cœur des activités d'internalisation et de la pratique de la saisie d'écart. D'après lui, la réduction ou l'élimination de l'échelon de cotation minimal profiterait aux investisseurs, et le potentiel de réductions de l'écart pourrait se traduire par un accroissement du volume et de la liquidité.</p> <p>Un autre suggère que les ACVM revoient les barèmes de droits faisant la distinction entre les différents types de participants dans le but d'offrir un meilleur équilibre entre bien individuel et bien commun.</p> <p>Par ailleurs, un intervenant est en faveur de l'étude pilote des ACVM concernant les rabais sur les frais de négociation, indiquant que ces</p>	<p>Nous prenons acte du commentaire, mais faisons remarquer que l'élimination de l'échelon de cotation minimal donnerait lieu à des de cotations inférieures à un cent. Nous nous méfions d'éventuelles conséquences non souhaitées sur le secteur d'activité.</p>

	<p>frais et leurs barèmes figurent parmi les principaux facteurs contribuant à la segmentation. Bien que n'appuyant pas expressément l'étude pilote, un autre intervenant suggère de plafonner les rabais sur les frais de retrait de liquidité payés par les marchés au moyen de barèmes de « teneur-preneur inversé ».</p> <p>Un intervenant trouve inappropriés les ordres créés uniquement pour tirer profit d'ordres existants.</p>	
--	--	--