



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 « <i>opération exécutée par un seul courtier qui agit à la fois comme acheteur et comme vendeur</i> ». 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 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>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 <i>l’ensemble de</i> l’écosystème du marché en reconnaissance du rôle que jouent les courtiers dans la contribution à la qualité du marché.</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 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</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</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</p>



<p>bien individuel dans le contexte de l'internalisation et de la meilleure exécution.</p>	<p>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 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'amoinrir.</p>	<p>travaux de réglementation liés aux préoccupations soulevées.</p> <p>Nous prenons acte des préoccupations sous-jacentes à l'accroissement de 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</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>



capitaux propres liquides et non liquides.		
Question 6 - À l'intention des participants au marché : veuillez fournir des données illustrant les incidences que vos propres efforts (ou ceux des courtiers qui exécutent vos ordres) pour internaliser les ordres clients (par exemple, économies de coûts, amélioration de la qualité d'exécution) ou que l'internalisation effectuée par d'autres participants au marché (par exemple, qualité d'exécution inférieure, taux réduits d'exécution des ordres) ont sur vous ou sur vos clients.	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.	Voir la réponse à la question 5 ci-dessus.



<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;• 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>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 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>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>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>Finalement, un intervenant trouve que d'éventuelles restrictions de la direction préférentielles 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</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>flux d'ordres sur l'exécution de vos ordres ou de ceux de vos clients.</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 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>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 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)</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</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</p>



<p>différente de celle qu'elle a sur les titres de capitaux propres liquides?</p>	<p>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 d'eux fait 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>indicateurs de la qualité du marché et l'ampleur de la direction préférentielle et tiendrons compte du profil de liquidité du titre.</p>
--	--	---



	<p>Enfin, 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 équitables 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 envisagerons des mesures réglementaires appropriées, au besoin.</p>
<p>Question 12 – Considérez-vous que la segmentation des ordres est une source de</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; 	<p>Nous partageons certaines des préoccupations mises de l'avant, particulièrement en ce qui concerne la qualité globale du marché canadien.</p>



<p>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>	<ul style="list-style-type: none">• elle cloisonne la liquidité et réduit les possibilités d'interaction optimale entre les ordres;• l'amoinissement 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</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 nous semble nécessiter une réponse réglementaire immédiate.</p>
---	--	---



	<p>utilisateurs de choisir la façon de les utiliser. Toutefois, aucune caractéristique ne devrait segmenter expressément les ordres et restreindre l'accès.</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>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</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</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</p>



<p>individuels? Pourquoi?</p>	<p>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>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>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>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</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</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</p>



<p>solutions proposées.</p>	<p>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>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 des avantages liés au modèle d'exécution en gros américain, tout en garantissant des interactions multilatérales.</p>	<p>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>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>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>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 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>	<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>