

13 mai 2019

Secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
22^e étage
Toronto (Ontario) M5H 3S8
comments@osc.gov.on.ca

Kevin McCoy
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
121, rue King Ouest, bureau 2000
Toronto (Ontario) M5H 3T9
kmccoy@iirc.ca

Objet : Document de consultation mixte des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) sur l'internalisation dans le marché des actions canadiennes

1. FAIR Canada a le plaisir de présenter ses commentaires sur le document de consultation mixte 23-406 des ACVM et de l'OCRCVM sur l'internalisation dans le marché des actions canadiennes (le « document de consultation »). Nous félicitons les ACVM et l'OCRCVM d'examiner la question de l'internalisation du flux des ordres et ses répercussions sur les petits investisseurs, tout particulièrement. Comme l'indique le document de consultation, l'internalisation est depuis longtemps un enjeu pour le marchés des actions parce que ses implications pour la qualité et l'efficacité du marché ainsi que pour le traitement équitable des investisseurs. FAIR Canada convient des observations mentionnées à la section 4.5 du document de consultation, à savoir que « *[le] petit investisseur est inextricablement lié à toute discussion sur l'internalisation (...) [L]e dénominateur commun des préoccupations récentes est essentiellement lié aux ordres des petits investisseurs.* »
2. **L'équité devient préoccupant quand il y a conflit d'intérêts entre un courtier et ses clients.** Plusieurs types de conflits existent, mais les conflits les plus importants naissent quand un courtier exécute les ordres de sa clientèle pour compte propre. Une maison de courtage est tenu d'exercer la fonction d'agent pour obtenir le meilleur prix des produits sur le marché au moment d'exécuter la transaction de ses clients. Or, quand une firme de courtage exécute des transactions en qualité de mandataire, son seul intérêt est de faire un achat à un cours inférieur (vente du client) et à faire une vente à un cours supérieur

(achat du client). On a réglé en grande partie ces conflits par l'application de règles strictes relatives à l'exposition des ordres au marché public et les prix auxquels un courtier accomplit les ordres de sa clientèle. **Avant l'adoption de ces règles, les clients n'obtenaient pas de bons services de nombreux courtiers pratiquant la vente de capitaux. Cet exemple illustre bien pourquoi il est nécessaire de réglementer l'internalisation du flux des ordres.**

3. **FAIR Canada préconise fortement que les ACVM et l'OCRCVM soient tenus de redoubler d'efforts pour maintenir et rehausser l'équité et l'efficacité des marchés des actions, ainsi que la concurrence des marchés canadiens.** Les marchés efficaces servent généralement mieux les intérêts des investisseurs. En règle générale, les marchés financiers efficaces servent mieux les intérêts de tous les intervenants, y compris ceux des émetteurs de valeurs mobilières en tentant d'accumuler du capital par les moyens les plus abordables possible, et les intérêts du secteur des valeurs mobilières lui-même. De plus, les marchés efficaces sont bien régulés pour produire les résultats les plus équitables pour l'ensemble des utilisateurs du marché.
4. **Les marchés financiers canadiens pourront demeurer concurrentiels seulement si nos marchés atteignent le maximum d'efficacité.** Le Canada a pour voisin le pays comportant les marchés de capitaux les plus vastes, les plus élaborés et ceux offrant le plus de liquidités de la planète, aisément accessibles aux émetteurs et aux investisseurs canadiens à faible coût. Il est vital pour l'économie canadienne que les marchés de capitaux canadiens gardent leur avantage concurrentiel et leur efficacité, ainsi que tous les participants et intervenants de ce secteur. **Nous ne pouvons nous permettre des pratiques commerciales profitables aux seuls intérêts des vendeurs, des courtiers et des acteurs clés au détriment de la bonne efficacité générale des marchés canadiens.**
5. **Le principe sous-jacent sur lequel repose tout marché structuré consiste à centraliser ou à regrouper les activités des acheteurs et des vendeurs pour faciliter les transactions (offrir des liquidités) et ainsi obtenir les meilleurs prix possible.** L'efficacité du mécanisme de tarification dépend de l'efficacité de la centralisation ou de regroupement des activités d'achat et de vente. Un mécanisme efficace de tarification suppose la possibilité pour les acheteurs et les vendeurs de voir les meilleurs prix auxquels d'autres désirent négocier, et de comparer quantitativement l'offre ou la demande à divers prix donnés. Quand un marché est doté d'un outil efficace pour déterminer les prix destinés aux acheteurs et vendeurs concernés et présentant une échelle efficace de tarification des transactions, il peut mieux correspondre aux attributs d'un marché idéal tel qu'il est décrit dans le document de consultation. C'est un marché offrant transparence des cours, de l'offre et de la demande. La transparence des marchés est depuis longtemps reconnue comme un avantage important des marchés publics centraux.
6. En effet, on demande dans le document de consultation une politique de réglementation de l'internalisation : **Devrait-on laisser les intérêts prévalant au renforcement de l'équité et de l'efficacité des marchés avoir préséance sur les seuls intérêts des investisseurs et**

des transactions? FAIR Canada trouve évident que la réponse est OUI pour les raisons susmentionnées. Il est hors de tout doute que l'internalisation du flux des ordres ferait diminuer les ordres exposés aux marchés publics. Elle réduirait l'efficacité des mécanismes d'établissement des prix et de tarification, ainsi que la visibilité de l'offre et de la demande. **Une plus grande internalisation affaiblirait non seulement l'efficacité du marché, mais aussi son équité et sa transparence.**

7. Pour toutes ces raisons, FAIR Canada endosse la déclaration des ACVM de 2014, à savoir que [traduction] « *[I]es ordres des petits investisseurs forment une part importante de l'écosystème du marché canadien, les ACVM continuent d'appuyer le cadre réglementaire actuel qui préconise l'importance de ces ordres à la qualité du marché des actions canadiennes, y compris le processus d'établissement des prix* ».
8. **FAIR Canada soutient que la question importante à se poser est celle-ci : devrait-on autoriser encore une autre internalisation du flux d'ordres dans les marchés canadiens? FAIR Canada croit que la réponse est NON.** Quels avantages y aurait-il pour les marchés et les investisseurs généralement si une plus grande internalisation était autorisée? Quel en serait le coût sur le plan de l'efficacité et l'avantage concurrentiel des marchés publics canadiens? La réglementation des marchés canadiens, selon les règles des organismes de réglementation des valeurs mobilières, des bourses et des organismes d'autoréglementation, a longtemps fait des compromis sur la question de l'internalisation. La réglementation du marché permet déjà un degré raisonnable d'internalisation, tant pour les transactions effectuées dans le marché (priorité des ordres de transactions croisées, conformément aux règles sur l'exécution d'ordres client et d'ordres pour compte propre) que pour les transactions hors marché (ententes de transactions croisées, par exemple). Les transactions croisées tant intentionnelles que non intentionnelles sont expressément autorisées et offertes, si certaines conditions sont remplies. **Imparfait et non optimal pour les ordres de petits investisseurs (pour reprendre le terme employé à la question 13 des ACVM), ce compromis obtenu au Canada sur cette question est, certes, meilleur que celui obtenu aux États-Unis.** Les règles canadiennes ont permis la création de nombreux points de vente, mais elles demeurent fondées malgré cela sur les principes de base de l'efficacité des marchés : exécution des transactions dans un marché public, priorité des prix et exposition des ordres au meilleur marché offert. Il demeure vrai, malgré l'avènement des transactions à haute fréquence (THF) et aux marchés obscurs.
9. **Cette approche réglementaire doit être recommandée. Elle offre les avantages de la concurrence des marchés et permet l'innovation sur les marchés, tout en maintenant des normes minimales précises concernant l'intégrité, l'équité et l'efficacité des marchés. Ces normes minimales sont vitales pour assurer l'équité des ordres de petits investisseurs.** Comme le document de consultation l'explique, l'exécution des ordres de petits investisseurs était un élément significatif pour l'établissement du cadre réglementaire de la structure des marchés (page 17). FAIR Canada appuie le maintien de cette approche réglementaire.

10. **On parvient à innover dans ces marchés au coût de la perte concernant la valeur accordée à la priorité des délais, du client et de l'interférence possible avec les transactions croisées, mais il semble évident que ces frais n'ont pas été importants.**¹ La question 13 du document de consultation est la suivante : si le cadre réglementaire actuel offre des résultats d'exécution optimale des ordres de petits investisseurs. Nous ne sommes pas d'avis que cela garantit des « résultats optimaux » : par exemple, consultez les commentaires de FAIR Canada sur le projet de règles de l'OCRCVM et de conseils sur la meilleure exécution en 2016.² Ces modifications à la Règle 3300, en vigueur à compter de 2018, a éliminé l'obligation des courtiers à assurer aux clients une meilleure exécution des ordres, au profit des courtiers prévoyant établir des « politiques et procédures raisonnables conçues pour assurer la meilleure exécution qui soit », une norme nettement inférieure. Dans un document sur les conseils de l'OCRCVM en matière d'exécution optimale, l'OCRCVM déclare que les courtiers [traduction] « peuvent s'avérer incapables d'assurer la meilleure exécution de chacun des ordres au nom d'un client. » Reportez-vous à notre recommandation n° 4 sur la question, à la fin de cette lettre.
11. Cependant, il se peut que les résultats optimaux ne soient pas réalisables dans une structure de marché qui permet la concurrence des points de négociation avec les divers types d'ordres et les diverses règles relatives à l'établissement des priorités en matière de négociation. Le système actuel est conçu pour atteindre plusieurs grands objectifs de la politique qui tient compte des besoins et des intérêts des divers intervenants et les règles doivent compenser la nécessité d'atteindre des objectifs qui, dans une certaine mesure, sont divergents. Nous croyons que le cadre réglementaire ne garantit pas de résultats équitables pour les petits investisseurs, tout en remplissant d'autres objectifs.
12. La technologie de gestion de la négociation et des transactions a permis la création de lieux de vente tout en maintenant la conformité avec les principes de réglementation de base en routant les ordres à transmettre, et les répartir parmi les marchés disposant des meilleurs prix et tailles en un rien de temps. Ce système assure l'efficacité de l'acheminement des ordres et l'établissement des prix regroupés d'offrir des marchés avec des liquidités et un accès au meilleur prix et des exécutions efficaces. En théorie, un carnet des ordres à cours limité centralisé qui applique un ordre de priorité strict

¹ Selon les figures 1 et 2 de l'annexe A du document de consultation, le taux de transactions croisées exécutées non intentionnellement et intentionnellement ont connu une augmentation minime de février 2016 à août 2018. En revanche, le pourcentage des transactions croisées non intentionnelles, en volume et en valeur, a légèrement augmenté pour s'établir à 12,75 % et à 13,4 %, respectivement. Le pourcentage du volume et de la valeur des transactions croisées intentionnelles a, lui, légèrement diminué pour s'établir à 8,87 % et à 11,67 %, respectivement.

La partie 2 de l'annexe A montre que le nombre de transactions, leur volume et leur valeur dont l'exécution est faite selon les préférences d'un courtier étaient sensiblement identiques au début et à la fin de la période couverte. La situation est identique pour le pourcentage de transactions, leur volume et leur valeur, sauf concernant une légère hausse du pourcentage des transactions client à client effectuées de cette manière.

² <https://faircanada.ca/submissions/fair-canada-comments-proposed-rule-guidance-best-execution/>

concernant les délais des ordres de la clientèle pourrait rehausser l'efficacité du marché et produire de meilleurs résultats pour les petits investisseurs, mais les coûts nécessaires à l'instauration d'un modèle d'un monopole commercial éclipseraient tout autre avantage possible. Il ne serait ni utile, ni avantageux de revenir en arrière de cette façon.

13. **Il est difficile de connaître les moyens concrets de limiter le niveau actuel d'internalisation tout en gardant les avantages de la concurrence des points de vente, le maintien du niveau de service pour divers types de clients et la possibilité d'innover dans les services commerciaux.** Il serait difficile également d'exiger de grandes firmes intégrées de partager davantage leurs avantages sur le plan des échelles avec d'autres participants du secteur. Cela pourrait avoir des conséquences inattendues qui nuiraient ultimement à la qualité et à l'efficacité des marchés.
14. **FAIR Canada soutient que les règles, la surveillance de l'organisme de réglementation, ses programmes de surveillance et de conformité devraient continuer pour s'assurer que les conflits d'intérêts n'affectent pas la qualité de l'exécution des ordres d'un courtier en qualité de mandataire.** Au deuxième paragraphe, nous avons commenté que les conflits d'intérêts soulevés quand une firme de courtage exécute les ordres de son client pour compte propre (c.-à-d. à même son compte de stocks). Nous observons que l'échantillon de données du document de consultation montre que plus de 75 % des transactions croisées intentionnelles provenaient de leur clientèle, par rapport à seulement 17 % des transactions croisées non intentionnelles. Cependant, ces données semblent tenir compte principalement du nombre de blocs ou de grands volumes et de leur valeur exécutés dans le marché institutionnel interne plutôt que de suivre les transactions croisées entre les ordres de petits investisseurs et les comptes de stocks du courtier³. Néanmoins, les organismes de réglementation surveillent continuellement cet enjeu.
15. **FAIR Canada convient que les organismes de réglementation devraient reconnaître comme point de service de courtage réglementé tout service de courtage qui vise à regrouper et à relier systématiquement des ordres si ce service de courtage est conforme aux règlements du marché canadien, y compris les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM).** Si une grande firme veut accroître sa capacité à internaliser les ordres, elle peut créer et inscrire les systèmes de négociation parallèles (« SNP ») auprès des organismes de réglementation, ou même créer des bourses de valeurs mobilières en collaboration avec les autres. Ni les courtiers ni les points de service de courtage ne sont autorisés à créer des systèmes qui facilitent l'internalisation du flux des ordres qui ne sont pas assujettis aux normes minimales précisées dans la réglementation du marché boursier.

Recommandations

³ Tableau 1 de l'annexe A montre que à la période 5, seul 0,11 % de toutes les transactions est exécuté en tant que transactions intentionnelles, alors que ces transactions constituent 11,67 % de la valeur totale.

1. Les organismes de réglementation devraient continuer à s’assurer que les règles et que les politiques et procédures de courtage interne au sein des firmes permettent d’exécuter les ordres des petits investisseurs au meilleur cours possible, tout particulièrement quand un courtier exécute les ordres de ses clients pour compte propre en qualité de mandataire.

2. Les organismes de réglementation devraient s’assurer que les règles et que les politiques et procédures de courtage interne au sein des firmes de courtage permettent l’exposition à un marché public réglementé les ordres des clients à cours limité non immédiatement négociables, sauf quand la meilleure exécution de ces ordres ne permet pas d’exposer la totalité de ces ordres.

3. Les Règles universelles d’intégrité du marché (RUIM) de l’OCRCVM relatives aux obligations des firmes de courtage de superviser les transactions de courtage devraient continuer à s’assurer que les intervenants du marché se conforment aux procédures de supervision en place de façon à confirmer qu’ils se conforment aux règles et aux politiques sur la meilleure exécution des ordres, de l’exposition des ordres aux marchés, de l’internalisation du flux des ordres et de la relation client-mandataire dans le cas de l’exécution d’ordres clients pour compte propre. Il faudrait aussi exiger que les programmes internes de surveillance de la conformité des firmes de courtage assurent une réelle surveillance de leur conformité à de telles règles et politiques. Les procédures de supervision des firmes et leurs programmes internes de surveillance de la conformité, ainsi on devrait mieux informer les résultats de la surveillance de la conformité et les rendre accessibles aux organismes de réglementation.

4. Les mesures de l’OCRCVM pour contrôler la surveillance du marché et la conformité des services de courtage devraient pouvoir réellement assurer la surveillance de la conformité des firmes aux règles et aux procédures relatives à la meilleure exécution des ordres, à l’exposition des ordres aux marchés, à l’internalisation du flux des ordres et à la relation client-mandataire dans le cas de l’exécution d’ordres clients pour compte propre. Un résumé des résultats de la surveillance de la conformité de l’OCRCVM dans ces domaines devrait être rendu public périodiquement. Les résultats devraient comprendre l’évaluation du niveau de conformité et, advenant des problèmes, les solutions pour les régler. L’établissement de rapports destinés au public aidera à empêcher le dépassement des niveaux actuels d’internalisation.

À ce chapitre, nous observons que le rapport annuel des priorités de l’OCRCVM en matière de conformité publié en janvier 2019⁴, qui résume les constatations faites en 2018 quant à la conformité, mentionnait l’exécution la meilleure comme l’un des quatre enjeux mis en évidence lors d’activités de conformité de la conduite de la négociation. Le rapport indiquait :

2.2 Meilleure exécution

Nous avons modifié les obligations relatives à la meilleure exécution le 2 janvier 2018. Nos examens porteront sur les efforts des firmes à apporter ces modifications aux obligations.

⁴ Avis 19-0008 de l’OCRCVM

Voici nos points d'intérêts :

- présence de politiques et de procédures détaillées et instaurées selon des facteurs et éléments contribuant à la meilleure exécution des ordres clients;
- contenu et communication des politiques sur la meilleure exécution;
- gouvernance relative aux décisions prises liées au processus d'établissement de la meilleure exécution;
- formation offerte par la firme, y compris celle offerte aux employés participant au processus de meilleure exécution.

Le fait que l'OCRCVM a souligné l'importance de la question de la meilleure exécution selon les constatations des examens de conformité de 2018 est révélateur. Nous avons observé que les « points d'intérêt » énumérés ne comporte aucun examen ni aucune évaluation, chiffre à l'appui, du niveau d'obtention de la meilleure exécution des firmes pour leurs clients. Les examens porteront sur les approches des courtiers concernant cette question, notamment leurs politiques et procédures, plutôt que les résultats qu'ils obtiennent pour les clients. Selon nous, l'approche de l'OCRCVM est inadéquate parce qu'elle procure un examen des politiques, et non pas des résultats, et ne parvient donc pas à évaluer en quoi les intérêts de la clientèle y sont réellement pris en compte. **Nous recommandons que les firmes doivent, au moins, assurer une surveillance du degré auquel elles obtiennent la meilleure exécution pour leurs clients (voir la recommandation 3 plus haut) et que l'OCRCVM examine et évalue les résultats de cette surveillance quand il contrôle la conformité.**

5. Les ACVM et l'OCRCVM devraient continuer à surveiller périodiquement les données relatives à l'ampleur de l'internalisation des ordres sur les marchés des actions, et en publier les grandes lignes. La surveillance constante a pour bien-fondé de permettre aux organismes de réglementation de déterminer en tout temps si le niveau d'internalisation devient préoccupant. La raison de publier les faits saillants de ces données serait d'informer les investisseurs, les courtiers et les firmes faisant le commerce de valeurs mobilières sur cette question, et des problèmes et des conséquences possibles concernant la qualité du marché.

Nous vous remercions de nous avoir donné la possibilité de formuler, par la présente, nos commentaires et nos points de vue. Nous serions heureux de discuter de ce document avec vous à votre convenance. N'hésitez pas à communiquer avec Ermanno Pascutto au 416-256-6693 / ermanno.pascutto@faircanada.ca.

Veillez agréer l'expression de mes sentiments les meilleurs.



Ermanno Pascutto
Directeur général
FAIR Canada

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des épargnants. En tant que voix nationale pour les investisseurs, FAIR Canada s'est engagée à promouvoir une meilleure protection pour les investisseurs en matière de réglementation des valeurs mobilières. Consultez le site www.faircanada.ca pour obtenir de plus amples renseignements.