



Canadian Foundation *for*
Advancement *of* Investor Rights
Fondation canadienne *pour* l'avancement
des droits *des* investisseurs

Le 16 juillet 2009

Jamie Bulnes
Directeur de la Politique de réglementation des membres
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM)
121, rue King Ouest, bureau 1600
Toronto (Ontario) M5H 3T9

Directeur de la Réglementation des marchés
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
19^e étage, boîte 55
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

**Objet : Sollicitation de commentaires du public – Projet de règle sur le juste prix des titres négociés
hors cote et de modifications aux obligations d'information dans l'avis d'exécution**

La Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs (« FAIR Canada ») est heureuse de vous présenter ses commentaires en réponse à l'appel cité en rubrique (n° 09-0109, publié le 17 avril 2009).

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif indépendant d'envergure nationale qui s'emploie à représenter les intérêts des investisseurs canadiens, avec pour mission de parler en leur nom sur les questions touchant la réglementation des valeurs mobilières et d'aider à faire progresser les droits des actionnaires et des investisseurs individuels. Pour de plus amples renseignements, consultez notre site www.faircanada.ca.

APERÇU

Une révision en profondeur du marché canadien des titres à revenu fixe aurait dû être entreprise depuis longtemps.

Les investisseurs sont le mieux servis par des marchés pleinement transparents qui les informent sur les prix – des marchés où les cours acheteurs et vendeurs concurrentiels sont publiés, où toutes les

transactions sont exécutées au meilleur prix et saisies immédiatement et où les clients sont informés des commissions totales perçues.

Comme l'a dit le juge de la Cour suprême des États-Unis Louis Brandeis : « La lumière du jour est le meilleur désinfectant et la lumière électrique, le meilleur policier. » La transparence totale est le meilleur moyen de bâtir la confiance des investisseurs. Pourtant, les marchés des titres à revenu fixe et les marchés hors cote continuent de fonctionner dans l'obscurité presque totale.

Le marché des titres à revenu fixe revêt une importance croissante pour les Canadiens. Les obligations ont toujours été importantes pour les personnes âgées et les retraités comme instruments de revenu et de préservation du capital. Devant les taux d'intérêt à court terme extrêmement bas, un nombre croissant de Canadiens se tournent vers les rendements supérieurs offerts par les titres à plus long terme. L'effondrement des marchés boursiers du monde a rappelé l'importance de ces instruments à risque moindre dans la répartition des actifs de tous les investisseurs. Les titres à revenu fixe jouent aussi un rôle important dans les portefeuilles des caisses de retraite et des compagnies d'assurance vie.

Les investisseurs individuels et épargnants canadiens qui achètent ou vendent des instruments du marché monétaire ou des obligations sur le marché hors cote devraient savoir qu'ils obtiennent le meilleur prix et qu'ils paient une commission juste. Ils ont les mêmes droits à ces informations de base que ceux qui négocient des actions ou des débetures convertibles en bourse. La réponse classique « Faites-nous confiance » du secteur des services financiers ne convient plus dans le paysage profondément transformé de l'épargne et du placement de 2009.

Le marché des titres à revenu fixe canadien est énorme, complexe et non transparent

Le marché est énorme. Au 31 mai 2009, le marché des titres à revenu fixe canadien se composait de 1 520 milliards de dollars canadiens d'obligations en circulation, plus 358 milliards de dollars de titres du marché monétaire. La valeur totale de 1 908 milliards de dollars des titres à revenu fixe en circulation dépassait la capitalisation totale combinée de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX en mai 2009, qui était de 1 500 milliards de dollars. Le volume d'opérations quotidien moyen au premier trimestre de 2009 a été de 8,5 milliards de dollars sur le marché monétaire et de 8,7 milliards de dollars en obligations et conventions de rachat (source : rapports hebdomadaires et mensuels de la Banque du Canada).

Le marché est complexe. Le marché monétaire (investissements à revenu fixe ayant un terme de moins d'un an) s'étend des bons du Trésor aux acceptations bancaires en passant par le papier commercial. Les obligations de sociétés et provinciales (d'une durée de plus d'un an) représentent des montants plus importants que les obligations fédérales. Souvent détenues jusqu'à leur échéance par les caisses de retraite, les compagnies d'assurance vie et les épargnants, elles font l'objet de peu d'opérations. Les obligations fédérales représentent quant à elles trois quarts du volume total d'opérations touchant des obligations (Hank Cunningham, *In Your Best Interest*, p. 32) et près de la moitié de l'indice du marché obligataire.

Le marché n'est pas transparent. Il n'existe pas de marché de valeurs central pour les instruments à revenu fixe. Les transactions de ce secteur ne sont pas publiées de manière systématique. Les fournisseurs d'informations commerciaux comme Bloomberg et Thomson Reuters publient à titre indicatif des cours acheteurs et vendeurs pour investisseurs institutionnels qui doivent être confirmés par téléphone. Les prix des émissions de référence du gouvernement du Canada et de certaines obligations de sociétés sont couverts dans la presse et dans des sites Web. Certaines émissions de sociétés peuvent passer des semaines ou des mois sans être négociées.

Il n'y a que 12 négociants principaux d'obligations du gouvernement du Canada, et le marché est dominé par les six grandes banques. La plupart des opérations s'effectuent dans le cadre de transactions principales utilisant les capitaux des négociants et sont lancées par des investisseurs institutionnels.

Sert-on les intérêts des investisseurs de détail ?

Il est difficile d'estimer à quel point le manque de transparence du marché des titres à revenu fixe dissuade les investisseurs individuels. La plupart d'entre eux n'en connaissent pas assez sur la négociation des instruments à revenu fixe pour savoir s'ils ont obtenu un juste prix dans une transaction – encore moins où s'adresser pour se plaindre s'ils en sentaient le besoin. Ni l'OCRCVM, ni les banques, ni les courtiers en valeurs mobilières indépendants ne comptabilisent ni ne déclarent les plaintes relatives aux titres à revenu fixe séparément de celles se rapportant aux actions ou à d'autres types de placements.

Pour acheter une obligation, un client de détail qui fait affaire avec une maison de courtage détenue par une banque donne ses instructions à son courtier. Plus souvent, le courtier suggère un achat que le client accepte. Aucune négociation n'a lieu – le client achète au prix offert par le pupitre de négociation ou il n'achète pas. Certains clients parviennent à l'occasion à négocier un taux légèrement plus avantageux. Mais il ne se fait pas de recherche de prix concurrentiels. Dans la grande majorité des cas, le client (comme son courtier) est captif du pupitre de négociation de la maison de courtage.

Les pupitres de négociation des courtiers indépendants agissent souvent comme des placeurs pour compte plutôt que comme des contrepartistes. Ils offrent une sélection d'obligations de divers courtiers et ont une certaine capacité de vérifier d'autres prix. Mais l'ensemble du secteur indépendant sur le marché des titres à revenu fixe ne représente probablement que la taille d'une seule des grandes banques.

Les analystes indépendants et les journalistes encouragent les investisseurs s'intéressant aux titres à revenu fixe à ouvrir plusieurs comptes de courtage afin de recevoir plusieurs soumissions. Mais même s'ils essaient de comparer les prix, les clients de détail peuvent avoir du mal à trouver la même obligation – le marché obligataire est trop diversifié pour que les maisons de courtage tiennent un assortiment complet des titres émis. Un gestionnaire d'obligations institutionnel n'envisagerait certainement pas d'acheter un titre sans vérifier d'abord les autres offres du marché.

L'activité de détail se concentre sur les petites émissions et les produits structurés offrant des taux plus élevés – et des commissions plus importantes à ceux qui les parrainent. Beaucoup d'investisseurs individuels sont poussés vers des fonds communs de placement constitués d'obligations qui promettent de décoder ce marché obscur pour eux. Cependant, avec la myriade de taux d'intérêt à court terme approchant de 0 % et de taux d'intérêt à long terme oscillant autour de 3 % à 4 %, il est très difficile pour la plupart des fonds à frais élevés d'égaler leur indice sous-jacent après déduction des frais. Le ratio de frais de gestion moyen des fonds d'obligations est de 1,9 % (source : Andrew Allentuck, *Bonds in Canada*, p. 157.)

Le segment autogéré du marché attire de plus en plus d'investisseurs. La plupart des courtiers en valeurs mobilières en ligne offrent un assortiment d'obligations varié. Les investisseurs qui choisissent ce type de service sont souvent raisonnablement bien informés sur les principes fondamentaux des instruments à revenu fixe et les stratégies de négociation d'obligations. Ils restent cependant vulnérables au manque d'informations sur les commissions et les marges.

Les fonds négociés en Bourse (FNB) constitués de titres à revenu fixe se multiplient rapidement. Assortis de frais beaucoup plus bas que les fonds communs de placement d'obligations, ils constituent le segment qui croît le plus rapidement de iShares Canada, le chef de file du secteur dont les six fonds de titres à revenu fixe représentent une valeur totale de 3,7 milliards de dollars. De nombreux investisseurs canadiens achètent aussi des FNB de titres à revenu fixe américains et d'outremer à des fournisseurs étrangers ainsi qu'à Claymore et Horizons Betapro, concurrents de iShares.

L'objectif : un marché parfaitement transparent

L'objectif à long terme des organismes de réglementation, s'ils veulent servir au mieux les intérêts des investisseurs, doit être que les instruments à revenu fixe se négocient sur un marché où l'on trouve des offres d'achat et de vente en direct, la meilleure exécution et la publication immédiate des opérations. Nous reconnaissons que la réalisation de cet objectif présente des difficultés d'ordre politique. De toute l'histoire des marchés financiers, les obligations se sont toujours négociées sur des marchés hors cote. Aucun marché international important n'a, à notre connaissance, rendu obligatoire la négociation de toutes les obligations sur un marché de valeurs – bien que certaines obligations se négocient à la Bourse de New York et sur d'autres marchés. Les défenseurs du système canadien actuel soutiennent que celui-ci répond aux besoins des sociétés émettrices et des acheteurs institutionnels, comme les caisses de retraite et les compagnies d'assurance vie, tout en servant les investisseurs individuels.

D'autres observateurs rejettent les difficultés techniques et autres comme autant de prétextes politiques et partiels. Pour citer une de nos sources (qui naturellement a préféré garder l'anonymat) :

J'ai trouvé que les arguments en faveur du maintien d'un marché obligataire opaque étaient des arguments plutôt spécieux invoqués par un groupe compact de négociateurs d'obligations richement rémunérés. La négociation d'obligations sur un marché ouvert où les prix sont affichés, comme celui des actions, n'est pas si difficile – prenons les titres d'emprunt convertibles cotés des fiducies de revenu, par exemple. L'une des raisons pour lesquelles un tel marché n'est pas plus réclamé est que l'on a bien

persuadé la majorité des investisseurs de détail que seuls les grands courtiers (qui bien sûr n'ont besoin d'être protégés que contre eux-mêmes) peuvent négocier des obligations. Donc, si vous n'avez pas de pupitre de négociation d'obligations – ce qu'on ne trouve malheureusement pas chez IKEA – mieux vaut confier votre argent à quelqu'un qui en a un.

Reconnaissant certaines des lacunes du marché, les États-Unis ont mis en place des systèmes de déclaration pour les obligations municipales et de sociétés (dont le système « TRACE ») au milieu des années 2000. Le système TRACE est aujourd'hui étendu aux obligations de sociétés moins liquides et aux instruments adossés à des créances hypothécaires. Il ne couvre cependant pas le marché plus actif des obligations d'État.

Le Royaume-Uni et l'Union européenne progressent vers une plus grande transparence, mais n'ont pas encore centralisé la publication des transactions récentes.

LES PROPOSITIONS DE L'OCRCVM SONT UN PAS DANS LA BONNE DIRECTION

Tant que le Canada ne se dotera pas d'un marché obligataire véritablement transparent, le marché hors cote des titres à revenu fixe doit être réglementé pour assurer le traitement équitable des clients. FAIR Canada appuie le projet de règles relatives à l'obligation de juste prix et à l'obligation d'information de l'OCRCVM, qu'elle considère comme des pas importants dans la bonne direction.

1. Règle relative à l'obligation de juste prix

Obliger les courtiers membres à pratiquer pour leurs clients des prix justes et raisonnables pour les titres négociés hors cote est une étape spécifique importante. Les règles actuelles ne s'appliquent pas spécifiquement au marché hors cote. Cet énoncé de principes devrait être universellement acceptable. L'orientation se rapportant à la proposition contient une longue liste de facteurs pouvant légitimement influencer la formation des prix des titres à revenu fixe.

La mise en œuvre de cet énoncé de principes sera beaucoup plus révélatrice. Nous croyons comprendre que l'OCRCVM élabore actuellement de nouvelles règles et méthodes de surveillance et de mise en application visant à assurer que les membres respectent ces engagements dans la pratique. Les investisseurs s'attendent à des examens fréquents et approfondis des pratiques des courtiers visant à garantir la conformité. En cas d'abus, des sanctions sévères devront suivre pour assurer la dissuasion.

2. Obligation d'information sur le rendement

Nous sommes d'accord avec la proposition de l'OCRCVM d'obliger les courtiers à indiquer à leurs clients le rendement à l'échéance des instruments à revenu fixe. Cela nous semble une bonne première mesure pour fournir aux investisseurs individuels suffisamment d'informations pour qu'ils voient s'ils obtiennent un juste prix. Cela permettrait aux consommateurs de comparer le rendement indiqué avec d'autres disponibles sur le marché au moyen de prix en ligne ou de transactions récentes publiées dans les journaux ou dans les sites Web des courtiers ou disponibles auprès d'organes d'information. Un certain nombre de courtiers offrent déjà des marchés des titres à revenu fixe pour les institutions. Il existe

même un marché électronique, petit mais en expansion, appelé CBID, où des investisseurs privés peuvent effectuer des transactions.

De légères différences dans les durées des obligations, les clauses restrictives, l'offre ou la liquidité pourraient souvent engendrer des écarts entre les rendements publiés et les rendements offerts. De tels écarts pourraient donner lieu à une discussion productive entre le courtier et l'investisseur de détail, ainsi qu'à une décision plus éclairée.

3. Information sur la rémunération à fournir aux clients du secteur détail

FAIR Canada croit que la proposition de l'OCRCVM d'obliger les courtiers membres à indiquer sur l'avis d'exécution que « la rémunération du courtier en placement sur cette opération a été ajoutée au prix dans le cas d'un achat et déduite du prix dans le cas d'une vente » est un point de départ nécessaire. Cette proposition devrait selon nous être considérée comme un strict minimum, et non un but ultime.

Les investisseurs ont le droit de savoir non seulement qu'une commission ou une autre forme de rémunération a été perçue, mais aussi quel en est le montant absolu. Si le courtier est incapable de calculer sa rémunération dans une transaction, il ne devrait peut-être pas travailler dans le secteur du détail. Même si le courtier prétend qu'aucune commission n'a été ajoutée, l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur (habituellement assez grand dans le secteur détail) assure une rémunération généreuse à ce dernier.

FAIR Canada croit que les obstacles à la divulgation de la rémunération totale peuvent être surmontés. Dans l'intervalle, la solution de rechange (discutée et rejetée dans l'appel à commentaires de l'OCRCVM, parce que trop complexe) qui consisterait à rendre obligatoire l'information sur la portion du détail seulement (conseiller en placement) de la majoration ou de la commission représenterait une mesure intermédiaire utile. Nous reconnaissons qu'une telle obligation d'information causerait certaines distorsions entre les courtiers qui ont un pupitre de négociation interne et ceux qui font affaire avec des fournisseurs de liquidités et des pupitres externes. Mais cela paraît un faible prix à payer pour permettre aux clients de détail d'avoir en main des informations réelles et concrètes sur les coûts.

Certains courtiers en valeurs mobilières se plaignent que fournir de telles informations soit trop difficile, que l'obligation ne s'applique pas à toutes les formes d'instruments à revenu fixe, que cela soit trop coûteux ou qu'il manque de l'espace sur l'avis d'exécution. Ce sont les objections classiques que soulève le secteur chaque fois qu'un changement est proposé. Nous pensons que le droit des investisseurs de connaître des informations aussi fondamentales l'emporte sur ces préoccupations – et que les coûts réels de mise en œuvre des changements ne seront pas aussi exorbitants que certains acteurs du secteur veulent le faire croire.

AUTRES ENJEUX

Attention accrue aux segments moins liquides

Les segments du marché faisant l'objet de peu de transactions nécessitent une attention accrue du point de vue réglementaire et plus d'efforts de la part des courtiers. Les obligations coupon détaché, les

obligations de sociétés et particulièrement les produits structurés, souvent négociés uniquement par le courtier commanditaire, comportent des risques spécifiques pour les investisseurs et devraient être surveillés attentivement. Même les titres d'État de référence plus liquides sont tributaires du juste traitement des courtiers.

Formation des investisseurs individuels

Fournir aux investisseurs individuels les quelques informations additionnelles proposées ne sera pas suffisant s'ils ne sont pas assez avertis pour les utiliser. Des sondages menés dans l'ensemble des pays développés révèlent que la plupart de ces investisseurs ne saisissent pas des principes fondamentaux des instruments à revenu fixe comme le fait que « les prix des obligations baissent lorsque les taux d'intérêt montent » – encore moins les subtilités du marché opaque des titres négociés hors cote. Parallèlement aux obligations améliorées d'information, nous suggérons fortement que l'OCRCVM suive l'exemple de la FINRA en publiant sur son site Web un document d'initiation sur les titres à revenu fixe. L'exigence de la FINRA de renvoyer à cette information sur les avis d'exécution est une bonne idée.

Rendre les règles équitables

Tous les investissements devraient être traités de la même manière, quel que soit l'organisme de réglementation dont ils relèvent. FAIR Canada invite les organismes fédéraux et provinciaux de réglementation des banques, des assureurs vie et des autres sociétés de services financiers à s'assurer que les mêmes obligations d'information s'appliquent à tous les investissements à revenu fixe. Cela comprend les certificats de placement garantis, les produits structurés, les produits d'assurance liés à des placements et les produits similaires.

Certains membres de l'OCRCVM ont exprimé des préoccupations au sujet de l'arbitrage réglementaire. Ils craignent que des investisseurs ne se tournent vers des solutions d'investissement qui ne sont pas assujetties à l'obligation d'information sur les commissions et la rémunération des courtiers.

De telles préoccupations ne devraient pas être un motif pour tendre vers un allègement maximal des obligations d'information. Une plus grande abondance d'informations sur tous les produits profitera aux investisseurs. Et servir des investisseurs mieux informés profitera en définitive aux marchés et aux fournisseurs de services financiers.

CONCLUSION

Les propositions de l'OCRCVM représentent une étape importante en vue d'assurer que les investisseurs de détail soient traités équitablement sur les marchés des titres à revenu fixe. Toute mesure ayant pour effet d'accroître l'information et la transparence devrait attirer un plus grand nombre de ces investisseurs. Le passage à un marché obligataire pleinement transparent qui informe les investisseurs sur les prix pourrait attirer plus de participants, assurer une plus grande liquidité et réduire les écarts, ce qui augmenterait l'efficacité du marché.

Nous serons heureux d'approfondir avec vous nos commentaires, au moment de votre choix.

Soyez assurés de nos meilleurs sentiments,

Fondation pour l'avancement des droits des investisseurs (FAIR Canada)

POUR INFORMATION

Ermanno Pascutto, directeur général, FAIR Canada | 416 572-2282
ermanno.pascutto@faircanada.ca

Steve Garmaise, directeur associé, FAIR Canada | 416 572-2743
steve.garmaise@faircanada.ca