

Le 26 octobre 2011

James E. Twiss

Vice-président, Politique de réglementation des marchés
Organisme canadien de réglementation du commerce
des valeurs mobilières
Bureau 900, 145 King Street West
Toronto (Ontario) M5H 1J8
Courriel : jtwiss@iiroc.ca

Susan Greenglass

Directrice, Réglementation des marchés
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Bureau 1903, C.P. 55
20 Queen Street West
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Objet : Dispositions concernant la liquidité invisible

FAIR Canada a le plaisir d'offrir ses commentaires sur les modifications proposées des RUIM se rapportant à la liquidité invisible exposées dans l'avis 11-0225 de l'OCRCVM daté du 29 juillet 2011. FAIR Canada souhaite aussi faire quelques commentaires généraux sur les positions prises par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) dans leur Avis conjoint 23-311 sur la « Démarche réglementaire concernant la liquidité invisible sur le marché canadien » (« l'avis conjoint »).

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des épargnants. À titre de représentant des investisseurs canadiens, FAIR Canada milite pour une plus grande protection des investisseurs dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Pour de plus amples renseignements, consultez notre site www.faircanada.com.

Commentaires de FAIR Canada – Sommaire

1. FAIR Canada soutient la logique politique de la démarche réglementaire adoptée par les ACVM et l'OCRCVM décrite dans l'avis conjoint. Nous convenons que le cadre réglementaire devrait permettre l'utilisation de la liquidité invisible, mais devrait en gérer l'incidence sur la formation des cours, l'équité et la qualité générale du marché.
2. FAIR Canada adhère à la limitation de la dispense des règles de transparence avant les opérations aux ordres atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles. Nous soutenons par conséquent la modification des RUIM pour permettre à l'OCRCVM de désigner une taille minimale pour les ordres qui ne sont pas affichés dans un affichage consolidé du marché.

3. FAIR Canada adhère au principe selon lequel l'ordre visible saisi sur un marché sur lequel se négocie un ordre invisible doit recevoir une amélioration significative du cours, sauf s'il excède un certain seuil de taille. Nous soutenons la modification des RUIM qui s'y rapporte.
4. FAIR Canada adhère au principe selon lequel les ordres à cours limité visibles devraient être exécutés avant les ordres invisibles sur un même marché lorsqu'ils sont dotés d'un cours identique. Nous soutenons par conséquent la modification proposée des RUIM qui exige que les ordres visibles soient prioritaires dans l'exécution sur les ordres invisibles sur un même marché.
5. FAIR Canada adhère au principe selon lequel les ordres visibles devraient bénéficier d'une amélioration significative du cours s'ils sont exécutés contre un ordre invisible. Nous soutenons par conséquent la proposition de définition du « meilleur cours » dans les modifications des RUIM.
6. FAIR Canada considère que la surveillance continue de l'incidence des marchés opaques et de la liquidité invisible sur la qualité générale et l'intégrité des marchés qui évoluent est très importante.

1. FAIR Canada soutient la logique politique de la démarche réglementaire adoptée par les ACVM et l'OCRCVM décrite dans l'avis conjoint.

- 1.1. FAIR Canada est d'accord avec les vues exprimées dans l'avis conjoint : Le cadre réglementaire devrait autoriser l'utilisation de la liquidité invisible, mais devrait en gérer l'incidence sur la formation des cours, l'équité et la qualité générale des marchés. Avec l'apparition de multiples marchés opaques et de diverses formes d'ordres invisibles et vu la fragmentation croissante des services de négociation, FAIR Canada croit que des règles sont nécessaires pour garantir la protection et la promotion de normes minimales d'équité, de transparence et d'intégrité du marché. Plus précisément, les règles devraient promouvoir la transparence sur les marchés, encourager l'affichage des ordres sur les registres d'ordres visibles des marchés et protéger les mécanismes de formation des cours visibles des marchés.
- 1.2. FAIR Canada croit que ces principes sont particulièrement importants pour les investisseurs individuels, qui peuvent ne pas comprendre les marchés opaques, ou ne pas être en mesure d'en profiter ou de profiter d'autres services spécialisés de négociation. Les utilisateurs de liquidité invisible ne devraient pas être autorisés à prendre injustement un avantage sur les investisseurs individuels qui sont obligés d'utiliser les marchés visibles (pour des ordres plus petits) et qui continuent de s'en remettre aux marchés visibles pour la qualité d'exécution de leurs opérations.
- 1.3. Nous reconnaissons que certains ordres, en particulier les grands ordres, peuvent bénéficier de l'utilisation de marchés opaques et d'ordres invisibles en raison de l'incidence possible sur le marché de l'affichage de ces ordres. FAIR Canada croit que l'approche réglementaire adoptée par les ACVM et l'OCRCVM établit un juste équilibre entre les objectifs de 1) promouvoir la transparence et la qualité générale des marchés et 2) promouvoir la concurrence entre les services de négociation et l'utilisation de

mécanismes parallèles de négociation pour améliorer l'efficacité du marché dans le traitement de certains genres d'ordres.

- 1.4. FAIR Canada convient que les autorités de réglementation devraient agir de manière proactive pour établir un cadre réglementaire qui anticipe l'incidence possible de la liquidité invisible, plutôt que d'attendre et de réagir *a posteriori*. Bien que les marchés opaques ne représentent pas un pourcentage important de l'activité de négociation aujourd'hui, nous croyons qu'il est important d'énoncer des principes réglementaires qui devraient s'appliquer à la liquidité invisible dès maintenant. Il sera plus difficile d'imposer des restrictions réglementaires de son utilisation plus tard, si la liquidité invisible devient un facteur plus important sur le marché.
2. **FAIR Canada adhère à la limitation de la dispense des règles de transparence avant les opérations aux ordres atteignant le seuil de taille pour les ordres invisibles.**
 - 2.1. FAIR Canada convient avec les ACVM que la transparence est un élément fondamental d'un marché équitable et efficace, et que les principes réglementaires devraient par conséquent promouvoir la transparence, y compris l'utilisation des marchés visibles.
 - 2.2. FAIR Canada croit aussi que la limitation de la dispense de l'obligation d'afficher les ordres concorde avec la règle de diffusion des ordres actuelle dans les RUIM, qui garantit que les petits ordres sont saisis immédiatement sur un marché visible. Ces exigences non seulement favorisent la transparence, mais elles garantissent aussi que les ordres plus petits – souvent des ordres d'investisseurs individuels – bénéficient des avantages de l'exposition aux enchères libres sur le marché des valeurs mobilières et obtiennent le meilleur cours.
 - 2.3. Bien que FAIR Canada soit favorable à l'idée de « permettre » à l'OCRCVM de désigner une taille minimale pour les ordres invisibles qui ne paraissent pas sur un affichage consolidé du marché, nous croyons qu'il est essentiel que l'OCRCVM désigne une taille minimale quand les règles sur la liquidité invisible seront adoptées. FAIR Canada comprend que les ACVM et l'OCRCVM entendent collaborer pour proposer une taille minimale raisonnable. Nous croyons qu'il est important que les ACVM s'assurent que l'OCRCVM désigne une taille minimale dans un avenir rapproché en marge de la mise en application du régime de réglementation général sur la liquidité invisible.
3. **FAIR Canada adhère au principe selon lequel l'ordre visible saisi sur un marché sur lequel se négocie un ordre invisible doit recevoir une amélioration significative du cours, sauf s'il excède un certain seuil de taille.**
 - 3.1. Exiger que les ordres invisibles laissent place à une amélioration du cours encourage la saisie d'ordres visibles et garantit que les ordres plus petits obtiennent un prix avantageux – meilleur que le meilleur cours coté – s'il est exécuté contre un ordre invisible. Nous soutenons par conséquent la modification proposée des RUIM exigeant que les ordres exécutés contre un ordre invisible aient droit à une amélioration du cours, à moins que l'ordre affiché ne soit un très gros ordre (c.-à-d., évalué à plus de 100 000 \$ ou de plus de 50 unités de négociation standard).

4. FAIR Canada adhère au principe selon lequel les ordres à cours limité visibles devraient être exécutés avant les ordres invisibles sur un même marché lorsqu'ils sont dotés d'un cours identique.

4.1. Accorder la priorité aux ordres visibles encourage la liquidité visible sur le marché et est fondamental pour la protection du processus de formation des cours. Nous croyons que les mécanismes de formation des cours visibles contribuent plus à la liquidité et à l'efficacité des marchés que la liquidité invisible, tout en reconnaissant que certains genres d'ordres peuvent tirer un avantage de l'utilisation de la liquidité invisible. Nous soutenons par conséquent la proposition de modification des RUIM qui exige que l'exécution des ordres visibles soit prioritaire sur l'exécution des ordres invisibles sur un même marché.

5. FAIR Canada adhère au principe selon lequel les ordres visibles devraient bénéficier d'une amélioration significative du cours s'ils sont exécutés contre un ordre invisible.

5.1. Nous soutenons par conséquent la proposition de modification des RUIM pour définir l'amélioration significative du cours comme un échelon de cotation au sens des RUIM, à moins que l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur pour un titre corresponde à l'écart minimum d'un échelon de cotation. Dans ce cas, nous convenons qu'une amélioration d'au moins un demi-échelon de cotation est adéquate.

5.2. Si la condition de l'amélioration significative des cours n'est pas imposée, FAIR Canada croit que l'incitation à saisir des ordres sur des marchés visibles pourrait en souffrir, parce que les ordres invisibles pourraient être exécutés essentiellement au même cours que les ordres visibles en n'accordant qu'une amélioration nominale des cours. Cette approche pourrait nuire à la transparence sur les marchés et à l'efficacité générale du mécanisme de formation des cours visibles des marchés. Les risques se rapportant à la diffusion des ordres sur les marchés pourraient dépasser les avantages si les ordres visibles n'obtiennent pas une amélioration significative des cours lorsqu'ils sont exécutés contre un ordre invisible

5.3. FAIR Canada soutient l'application de la définition révisée du « meilleur cours » aux exigences prévues par le paragraphe 6.3 des RUIM, *Diffusion des ordres clients* (qui permet de retarder la saisie des petits ordres sur un marché s'ils sont exécutés à un « meilleur cours ») et le paragraphe 8.1 des RUIM, *Exécution d'ordres clients pour compte propre* (qui exige que les opérations pour compte propre avec de petits ordres clients soient effectuées à un « meilleur cours » pour éviter les conflits). Les deux règles constituent des protections importantes pour les petits ordres d'investisseurs individuels. Elles garantissent un traitement équitable par les courtiers des petits ordres et l'atténuation de tout conflit d'intérêts dans le traitement de petits ordres.

6. Importance de la surveillance continue

- 6.1. Enfin, comme les autorités le proposent dans l'avis conjoint, FAIR Canada croit qu'il est important que les autorités de réglementation surveillent l'incidence des marchés opaques et de la liquidité invisible sur la qualité générale et l'intégrité du marché à mesure que celui-ci évolue. Les autorités de réglementation devraient être prêtes à prendre des mesures et à mettre en application des règles additionnelles, si la surveillance démontre que la qualité du marché ou son intégrité est compromise. Les autorités de réglementation devraient déterminer la méthodologie qu'elles emploieront pour surveiller et évaluer l'incidence de la liquidité invisible dans un avenir rapproché. FAIR Canada suggère la préparation de rapports périodiques sur le programme de surveillance et d'évaluation, et que les autorités de réglementation publient un rapport sommaire sur les résultats de leur programme de surveillance et d'évaluation au moins une fois par an.

Nous vous remercions de nous donner la possibilité de faire connaître nos commentaires et nos opinions dans ce mémoire. Nous acceptons volontiers sa publication et nous serions heureux de discuter de la présente lettre avec vous au moment qui vous conviendra. N'hésitez pas à communiquer avec Ermanno Pascutto au 416-572-2282/ermanno.pascutto@faircanada.ca.

Sincèrement,



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs