



Réglementer les négociations à haute fréquence et les marchés opaques : protéger les investisseurs dans les marchés du XXI^e siècle

Au cours des 5 à 10 dernières années, les marchés secondaires des actions au Canada et aux États-Unis ont subi une transformation complète. L'innovation et la technologie, et les divers changements structurels qui en ont résulté, ont amélioré la qualité du marché secondaire au bénéfice du public investisseur. Différentes plateformes de négociation, plusieurs types d'ordres et tailles des ordres, la décimalisation des cours du marché, la priorité au prix et à la rapidité, la transparence du flux d'ordres et les nouveaux participants au marché, incluant les activités de négociation et les systèmes pour exécuter et appairer les ordres, ont permis d'obtenir de meilleurs prix pour les ordres d'achat et les ordres de vente, de minimiser l'impact des ordres de grande taille sur les cours, de diminuer le temps d'exécution des ordres et d'améliorer la transparence des transactions en amont et en aval.

Où en sommes-nous? Pour répondre à cette question, rappelons-nous seulement les 0,25 \$ d'écart sur les bourses, les controverses au sujet des spécialistes du marché et la collusion des prix sur les bourses américaines.

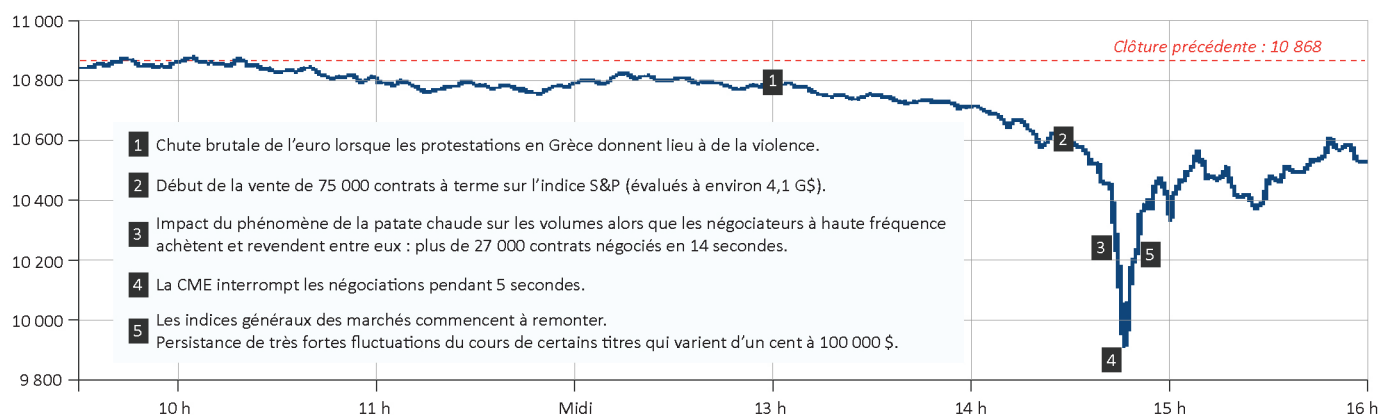
Actuellement, le rythme des opérations et des innovations augmente rapidement sur les marchés. Les participants au marché profitent des occasions pour négocier plus efficacement

et prendre de meilleures positions sur les titres. Le défi pour les organismes de réglementation est de protéger adéquatement les investisseurs sur le marché. Au cours des quelques derniers mois, j'ai eu l'occasion d'en apprendre plus sur l'impact des changements importants sur la structure du marché en assistant à quelques conférences et séminaires.

Malgré les progrès évidents dans l'efficacité des opérations et la réforme réglementaire de même que la surveillance des marchés des actions, particulièrement la mise en place de conditions de concurrence équitables pour les petites transactions en ce qui concerne un meilleur prix d'exécution des ordres, une plus grande transparence et une diminution des coûts de transaction, les investisseurs sont demeurés anxieux et méfiants sur l'intégrité et l'équité dans les marchés. Ces inquiétudes ont été causées par deux événements récents qui ont eu un impact considérable sur les marchés : la prolifération des négociations à haute fréquence et l'apparition des « marchés opaques », qui sont des plateformes de négociation opaques en concurrence avec les bourses et les systèmes de négociation parallèle qui permettent aux sociétés de courtage de grande taille de négocier en tout anonymat, à l'insu des autres, pour éviter de créer des impacts importants sur les marchés.

Le krach éclair : 6 mai 2010

Indice Dow Jones



Source : SEC CFTC ACCVM

Négociations à haute fréquence : un saut dans l'avenir – ou dans le vide?

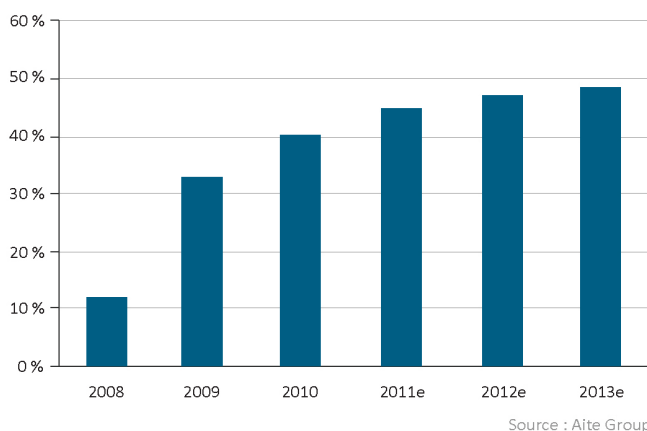
Les négociations à haute fréquence constituent la forme de négociation la plus populaire dans les marchés secondaires aux États-Unis : elles comptent pour près de 60 % de toutes les opérations sur ces marchés. Au Canada, les négociations à haute fréquence constituent un peu moins que la moitié de toutes les activités de négociation. Les investisseurs de détails s'inquiètent que ces activités de négociation électronique, rapides, automatiques, basées sur des algorithmes complexes, désavantagent les petits investisseurs en profitant plus rapidement des bonnes occasions sur le marché que l'investisseur typique à cause de l'obtention plus rapide des données pertinentes à l'opération et d'un mécanisme de décision automatique basé sur un programme informatique sophistiqué qui analyse les tendances de négociation pour en profiter. Deuxièmement, les marchés ont subi les retombées négatives causées par les dérapages de ces systèmes de négociation algorithmique ultrarapides qui se sont traduits par des dislocations majeures des marchés et des pertes énormes pour les investisseurs, comme ce fut le cas lors du « krach éclair » de mai 2010, alors que le cours de certaines actions s'est écroulé précipitamment sans avertissement pour rebondir subitement. Le même phénomène est aussi arrivé plus tôt cette année lorsque Knight Capital a perdu 440 M\$ à cause de négociations algorithmiques non contrôlées.

Dans un tel contexte, il est légitime que plusieurs participants au marché se demandent si la réglementation les protège suffisamment.

Les négociateurs à haute fréquence prétendent qu'ils augmentent beaucoup la liquidité et l'efficacité des marchés des actions par de fréquentes opérations exécutées au cours immédiat du marché ou entre le cours acheteur coté et le prix offert. Lors d'une récente discussion regroupant les cinq plus importants négociateurs à haute fréquence des États-Unis, le débat sur la liquidité a mis l'accent sur la profondeur de la liquidité qui est derrière les cotes fournies par les négociateurs à haute fréquence. Y a-t-il une persistance de la liquidité derrière les cours acheteur et vendeur, ou s'agit-il d'une liquidité fugace? En d'autres mots, y a-t-il un constant « flottement » dans les cotes ce qui suggère que la liquidité est restreinte à une certaine taille d'opération pour des cotes établies et, lorsque l'ordre est exécuté ou annulé, les cours acheteur et vendeur se déplacent-ils à un autre niveau? Pour augmenter la liquidité dans le flux d'ordres générés par les négociations à haute fréquence, la Bourse Nasdaq a mis à jour il y a quelque temps son modèle d'évaluation des actifs pour les ordres passifs afin d'offrir de plus grandes réductions aux ordres passifs ayant un bas ratio ordres/transactions, ce qui témoigne d'une plus grande liquidité derrière des ordres précis. L'étude menée actuellement par les organismes de réglementation canadiens pour comprendre l'impact des négociations à haute fréquence sur la liquidité des

marchés devrait préciser les préoccupations concernant les négociations à haute fréquence dans les marchés.

Estimation des négociations à haute fréquence au Canada Par volume d'actions



Les récentes dislocations des marchés causées par des systèmes algorithmiques non contrôlés, notamment le krach éclair de mai 2010, ont inquiété les investisseurs et les organismes de réglementation. L'inquiétude s'est accrue avec l'épisode plus récent de Knight Capital, qui s'est produit malgré une série de réglementations sur la limite des ordres, les seuils de déclenchement dans les marchés, les exigences et responsabilités précises concernant les négociateurs à haute fréquence et les courtiers qui les commanditent pour qu'ils puissent obtenir un accès direct au marché et le rapprochement après la transaction.

Lors d'une récente discussion à laquelle ont pris part des négociateurs à haute fréquence et des dirigeants de bourses, il semble que le consensus qui a été dégagé est que la réglementation et une surveillance étroite des activités de négociations à haute fréquence ne garantissent pas à elles seules qu'un problème technique ne puisse pas se produire. Les négociateurs à haute fréquence ont fait valoir que la meilleure protection est d'ajouter à la réglementation actuelle l'obligation pour tout négociateur à haute fréquence de faire les tests appropriés et reconnaître que les systèmes, quelle que soit la qualité de leur conception et des essais qu'ils ont subis, peuvent mal fonctionner, ce qui exige des négociateurs à haute fréquence de mettre en place des plans d'urgence appropriés pour corriger immédiatement la situation en cas de problèmes techniques. Par exemple, ce qui ressort de la débâcle de Knight Capital est que l'institution n'a pas été capable de régler assez rapidement le problème technique.

Tout le monde dans les marchés opaques?

L'expansion rapide des marchés opaques ou des activités de négociation non transparentes ont aussi été mal perçues par les petits investisseurs. La croissance des marchés opaques a été rapide aux États-Unis et ces marchés comptent maintenant

pour le tiers environ de toutes les activités de négociation. Ils ont été créés pour exécuter les ordres de grande taille tout en limitant l'impact sur les cours des ordres de grande taille exécutés sur les « marchés visibles » et initialement ils ne devaient pas être accessibles au public. Cependant au cours des dernières années, ces bassins de liquidité ont pris de l'ampleur, particulièrement aux États-Unis, à cause des coûts de transaction très inférieurs par rapport à ceux des bourses et autres marchés visibles. La réglementation américaine exige un seuil minimum d'amélioration des prix, aussi bas qu'un millième de dollar ou 1/100^e de cent d'écart, pour avoir accès aux marchés opaques. Le seuil minimum d'amélioration du prix a été suffisamment rentable pour acheter les flux d'ordres des intermédiaires, améliorer les prix et apparier ces ordres d'actions dans les marchés opaques. Afin de détourner les flux d'ordres des marchés opaques, les bourses ont proposé des offres concurrentielles pour les ordres atteignant une taille minimum et elles ont offert des prix mitoyens. Les bourses américaines ont aussi mis l'accent sur la gestion des risques découlant des innovations sur les opérations et des nouveaux types d'ordres afin d'augmenter l'intégrité des marchés et la confiance des investisseurs.

Le flux d'ordres d'actions vers les marchés opaques a aussi eu lieu, mais à une bien plus petite échelle, dans des pays importants en dehors des États-Unis, notamment au Canada, en Europe et en Australie. Fidèles au principe de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs) que la fragmentation des flux d'ordres vers les marchés opaques aux dépens des marchés visibles nuit au mécanisme de détermination des prix et à l'efficacité des marchés, ces pays ont imposé des règles qui exigent une amélioration importante des prix pour avoir accès aux marchés opaques. Au Canada, les ACVM ont adopté une politique beaucoup plus sévère d'amélioration des prix qu'au sud de la frontière – un écart d'un cent entier par rapport au prix coté. Cependant, les ACVM n'ont pas imposé de taille minimum pour accéder aux marchés opaques, laissant le soin à l'OCRCVM d'adopter des règles à cet effet.

Cependant, la restriction canadienne est controversée. On fait valoir premièrement que les flux d'ordres exécutés sur les marchés opaques ne proviennent pas des marchés visibles, donc que

les dommages collatéraux sur le mécanisme de détermination des prix sont minimes. Deuxièmement, les restrictions sur les flux d'ordres des marchés visibles, imposées afin de préserver le mécanisme de détermination des prix, nuisent beaucoup à la concurrence sur les prix affichés par les bourses et autres marchés visibles. Les conséquences de ce manque de discipline en matière de prix sont particulièrement importantes au Canada dont les marchés visibles sont très concentrés.

Conclusion : les organismes de réglementation doivent continuer d'être prudents

Les changements énormes auxquels nous avons assisté dans les marchés des actions au cours de la dernière décennie ont été très bénéfiques. Cependant, ils ont créé beaucoup de difficultés aux investisseurs et ils constituent un énorme défi aux organismes de réglementation qui doivent trouver un équilibre entre de multiples innovations et changements et le besoin de garantir l'équité et l'intégrité des marchés. Il faut souligner que les organismes de réglementation ont relevé le défi en permettant l'innovation et la concurrence au sein des marchés tout en imposant des restrictions pour que les conditions soient équitables pour tous les investisseurs.

Cependant, il est important de se rendre compte qu'il y aura toujours des innovations et des changements. Les organismes de réglementation doivent prendre des mesures réfléchies, prudentes et bien fondées pour faire face à ces défis, et ils doivent se fier beaucoup aux consultations avec les participants au marché pour trouver les bonnes solutions afin de garantir un haut niveau d'intégrité et augmenter l'efficacité des marchés dont continueront de profiter les investisseurs et l'économie.

Veillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Octobre 2012