

AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles Appel à commentaires

Règles des courtiers membres

Destinataires à l'interne :

Affaires juridiques et conformité

Crédit

Détail

Formation

Institutions

Haute direction

Opérations

Pupitre de négociation

Vérification interne

Personne-ressource :

Jamie Bulnes

Directeur de la politique de réglementation des
membres

416 943-6928

jbulnes@iiroc.ca

10-0163

Le 4 juin 2010

Projet de Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote et de modifications des obligations d'information dans l'avis d'exécution

Résumé de la nature et de l'objectif du projet de modifications

Le 30 avril 2010, le conseil d'administration (le conseil) de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) a approuvé, en vue de recueillir des commentaires, la nouvelle publication d'un projet de modifications des Règles des courtiers membres (les Règles) sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote, sauf les opérations sur des titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote; le projet de modifications comporte également une modification des obligations actuelles relatives à l'avis d'exécution, pour rendre obligatoire l'information sur le rendement des titres à revenu fixe et sur la rémunération du courtier dans les avis d'exécution envoyés aux clients de détail relativement à des opérations hors cote.



Plus particulièrement, le projet de modifications comporte les éléments suivants :

- il oblige le courtier membre à obtenir pour ses clients un prix juste et raisonnable sur les titres négociés hors cote et exclut expressément, dans le projet de Règle sur la fixation d'un juste prix, les opérations sur des titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote;
- il oblige le courtier membre à indiquer sur les avis d'exécution relatifs à des titres à revenu fixe le rendement à l'échéance, ainsi qu'une mention dans le cas de titres d'emprunt remboursables par anticipation ou à taux de coupon variable;
- il oblige le courtier membre à indiquer sur l'avis d'exécution transmis aux clients de détail à l'égard d'une opération hors cote une mention indiquant qu'il a perçu une rémunération sur ces opérations, à moins que le montant de la majoration ou de la minoration, des commissions et des autres frais de service appliqués n'ait été indiqué sur l'avis d'exécution.

L'objectif général du projet de modifications est de renforcer la fixation d'un juste prix et la transparence dans les opérations du marché hors cote.

Historique du projet de modifications

Un appel à commentaires antérieur sur le projet de modifications avait été publié, le 17 avril 2009, par l'Avis sur les règles 09-0109 assorti d'un délai de 90 jours pour recueillir les commentaires. Le personnel de l'OCRCVM a tenu compte de l'ensemble des commentaires reçus et remercie tous ceux qui ont pris la peine de les formuler. En réponse aux commentaires reçus des ACVM et du public, le personnel de l'OCRCVM a révisé la Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote afin de délimiter le champ d'application du projet de règle par l'exclusion des opérations sur des titres du marché primaire et des dérivés négociés hors cote. Un exemplaire du projet de réponse de l'OCRCVM aux commentaires du public est joint en Annexe D.

Motifs de la nouvelle publication

L'OCRCVM procède à la publication d'un nouvel appel à commentaires sur le projet de modifications pour les motifs suivants :

1. le délai écoulé depuis la publication de l'appel à commentaires sur le dernier projet;
2. les améliorations proposées concernant le champ d'application de la Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote de sorte à exclure les opérations sur des titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote;
3. le souhait d'informer les courtiers membres des délais prévus par l'OCRCVM pour la mise en œuvre, qui sont de 6 mois dans le cas de l'information requise sur les avis d'exécution et de 30 jours dans le cas de la Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote.



L'objectif principal de la règle révisée porte sur la fixation d'un juste prix pour les produits négociés hors cote sur le marché secondaire. Le champ d'application de cette règle a été précisé de sorte à exclure les opérations sur les titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote. De plus amples détails concernant ces exclusions de la Règle sur la fixation d'un juste prix figurent ci-après à la rubrique « Le projet de modifications ». Comme la révision de la Règle sur la fixation d'un juste prix constitue un changement de fond apporté au projet de règle antérieur, le projet de modifications est publié de nouveau dans le cadre d'un appel à commentaires d'une durée supplémentaire de 30 jours.

Le projet de Note d'orientation a également été révisé à la lumière des changements apportés à la Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote et des commentaires supplémentaires reçus. Aucune révision n'a été apportée, dans l'avis d'exécution transmis aux clients de détail, aux obligations d'information liées au rendement des titres à revenu fixe ou à la rémunération, et les modifications corollaires apportées à la Règle 29 des courtiers membres de l'OCRCVM demeurent inchangées.

En dernier lieu, le personnel de l'OCRCVM estime important de porter à l'attention des courtiers membres que l'OCRCVM a établi, en fonction des consultations, qu'un délai de six mois est raisonnable pour la mise en œuvre des obligations d'information dans l'avis d'exécution. Quant à la Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote, le délai de mise en œuvre est de 30 jours.

Questions examinées et modifications proposées

Les marchés hors cote présentent des différences considérables de structure et de fonctionnement par rapport aux marchés de titres cotés. Ces différences entraînent généralement une moindre transparence du prix de l'opération pour les clients. Les investisseurs de détail en particulier ont moins facilement accès à l'information sur la fixation du prix (et sur le rendement) des titres négociés hors cote.

En outre, les mécanismes de fixation de prix employés pour les titres à revenu fixe sont moins bien compris par les clients de détail. En particulier, il se peut que ceux-ci ne comprennent pas la relation inverse entre le prix et le rendement, les divers facteurs qui peuvent influencer sur les calculs de rendement et le risque relatif d'un titre à revenu fixe donné. Tous ces facteurs contribuent aux difficultés auxquelles se heurtent les investisseurs de détail lorsqu'ils doivent déterminer si le prix d'un titre à revenu fixe donné est juste (et offre donc un rendement approprié) et comporte un risque approprié. L'OCRCVM souhaite donc mettre en relief l'obligation du courtier membre d'exercer son jugement professionnel et d'exploiter son expertise du marché pour établir et fournir avec diligence des prix justes à ses clients en toutes circonstances, spécialement dans les cas où il doit déterminer un prix de marché inféré, parce que le prix de marché le plus récent ne reflète pas exactement la valeur au marché de ce titre.

La plupart des clients institutionnels ont la possibilité de communiquer avec de multiples pupitres obligataires d'institutions ou d'utiliser des systèmes de négociation électronique pour vérifier si un prix est juste, tandis que les investisseurs de détail peuvent ne pas avoir



cette possibilité. En outre, bien que les structures de négociation des titres à revenu fixe puissent varier chez les courtiers membres, chez certains, les représentants inscrits ne peuvent offrir à leurs clients que les titres à revenu fixe se trouvant actuellement dans le portefeuille-titres du courtier membre. Cela peut rendre difficile pour le représentant inscrit et pour le client final d'évaluer si les cours acheteur et vendeur (ou le rendement) indiqués pour les positions du portefeuille-titres sont justes. Puisque, dans de nombreux cas, il sera difficile pour un client de détail de confirmer à un moment précis que le prix est juste, il faut que le client de détail ait confiance que le système lui-même, y compris le courtier et ses autorités de réglementation, et l'ensemble des lois, règles, règlements et procédures, fait en sorte que le client recevra un prix juste.

La surveillance que les autorités de contrôle des marchés exercent sur l'activité sur les marchés de titres à revenu fixe fournira des outils permettant de suivre les schémas et les tendances des prix et permettra aux autorités de contrôle de repérer plus efficacement les prix extrêmes. L'OCRCVM prévoit mettre en œuvre un système pour suivre les opérations sur titres hors cote des courtiers membres de l'OCRCVM qui lui permettrait de définir les circonstances dans lesquelles le prix de certaines opérations ne correspond pas au prix du marché au moment où elles sont effectuées.

Le projet de modifications vise donc les objectifs suivants :

- (1) faire en sorte qu'on l'on fournisse aux clients, en particulier aux clients de détail, des cours acheteur et vendeur pour les titres négociés hors cote (tant des titres à revenus fixes que des titres de participation) qui sont justes et raisonnables par rapport aux conditions du marché existantes;
- (2) faire en sorte que l'on fournisse aux clients une information suffisante au sujet du titre visé, leur permettant à eux, ainsi qu'aux représentants inscrits des clients, de confirmer au moyen d'autres sources d'information sur le marché que le prix offert est raisonnable par rapport aux conditions du marché existantes.
- (3) mettre en relief le principe que les activités de conformité sont aussi importantes à l'égard des opérations hors cote qu'à l'égard des opérations sur les titres cotés;
- (4) faire en sorte que le courtier membre axe ses politiques, ses procédures, ses activités de surveillance et de conformité sur les marchés hors cote, outre l'accent déjà mis sur les titres négociés sur des marchés organisés, et fournir au Service de conformité du courtier membre un soutien réglementaire pour ses activités de conformité à l'égard des opérations hors cote;
- (5) reconnaître et mettre en relief que les marchés hors cote diffèrent, par la forme et par la structure, des marchés de titres cotés, qui sont de nature plus formalisés, et réglementer les marchés hors cote en prenant ces particularités en compte.



En imposant carrément au courtier membre une obligation de juste prix à l'égard des titres négociés hors cote, l'OCRCVM prend les moyens pour que le courtier membre instaure des politiques et des procédures visant à ce que le prix payé ou reçu par le client final soit juste et raisonnable, compte tenu des facteurs contextuels applicables, notamment le prix du marché au moment de l'opération pour ce titre et pour des titres similaires ou comparables, qu'il surveille l'application et veille au respect de ces politiques et de ces procédures.

Il faut aussi que les investisseurs aient une information suffisante pour être en mesure de déterminer s'ils paient bien, ou reçoivent bien, un prix juste pour ce produit. L'obligation d'information au sujet du rendement qui est proposée est le moyen pris pour faire en sorte que cette information soit fournie aux investisseurs. Les investisseurs auront la possibilité de comparer l'information sur le rendement aux rendements publiés pour le titre en cause et d'autres titres comparables, ce qui les aidera à déterminer si un prix donné est juste et raisonnable, compte tenu de tous les facteurs contextuels applicables.

Les règles actuelles

À l'heure actuelle, les règles régissant l'activité du courtier membre sur le marché des titres d'emprunt au Canada sont dispersées dans l'ensemble du Manuel de réglementation des courtiers membres de l'OCRCVM. Certaines de ces règles régissent directement le marché des titres d'emprunt, par exemple la Règle 2800 des courtiers membres (marchés institutionnels de titres d'emprunt) et la Règle 2800B des courtiers membres (marchés de détail de titres d'emprunt), mais la plupart des règles régissant l'activité du courtier membre sur les marchés de titres d'emprunt se présentent sous la forme de règles générales, ne visant pas particulièrement les marchés de titres d'emprunt.

Parmi les règles générales qui régissent l'activité sur le marché, l'article 1 de la Règle 29 des courtiers membres est la règle qui se rapproche le plus d'une obligation de juste prix. Cette disposition large, fondée sur les principes, prévoit que le courtier membre ainsi que ses employés sont tenus d'observer des normes élevées d'éthique et de conduite professionnelle dans l'exercice de leur activité et ne doivent pas avoir de conduite ou de pratique commerciale inconvenante ou préjudiciable aux intérêts du public.

Les Règles 2800 et 2800B des courtiers membres exposent, de façon détaillée, les exigences à respecter en ce qui concerne les ressources, les systèmes, les politiques et les procédures à l'égard des marchés canadiens des titres d'emprunt. Ces Règles comprennent également une obligation de loyauté, selon laquelle le courtier membre a l'obligation d'agir de bonne foi, avec honnêteté et loyauté lorsqu'il commercialise, conclut, exécute ou gère des opérations sur le marché canadien des titres d'emprunt, est tenu d'observer des normes élevées d'éthique et de conduite professionnelle dans l'exercice de son activité et ne doit pas avoir de conduite ou de pratique commerciale inconvenante ou préjudiciable aux intérêts du public.

En outre, la Règle 2800B prévoit que le courtier membre doit avoir des procédures ou des lignes directrices écrites à l'intention de ses représentants inscrits au sujet des majorations ou



commissions sur les titres d'emprunt ou les titres à revenu fixe vendus à des clients de détail, ainsi que des procédures de suivi pour détecter les majorations ou commissions excédant le niveau prévu dans les procédures ou lignes directrices écrites. Les Règles 2800 et 2800B interdisent aussi au courtier membre de conclure une opération lorsque le prix est manifestement sans rapport avec le marché actuel et a été proposé ou convenu par suite d'une erreur manifeste.

Le projet de modifications

Le projet de modifications comprend les textes suivants, qui sont interreliés :

1. La Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote

Le projet de Règle fondé sur les principes obligera le courtier membre à fournir ou à obtenir des prix justes et raisonnables pour les opérations hors cote (tant sur les titres à revenu fixe que sur les titres de participation) dans lesquelles il achète ou vend des titres à des clients tant de détail qu'institutionnels.

Comme l'objectif principal de la règle révisée consiste à garantir un juste prix pour les produits hors cote négociés sur le marché secondaire, le champ d'application de cette règle a été précisé de sorte à exclure les opérations sur les titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote. Les dérivés négociés hors cote ont été exclus en raison du fait qu'il s'agit d'opérations bilatérales souvent conclues entre des clients institutionnels et des courtiers membres ou des membres de leur groupe. De plus, même si le projet de règle s'applique aux opérations portant sur les titres à revenu fixe et les titres de participation négociés hors cote, tant avec des clients de détail qu'avec des clients institutionnels, des considérations propres à la fixation du prix des dérivés négociés hors cote n'avaient pas été prises en compte dans la version antérieure du présent projet de règle. À la lumière de ces considérations particulières, le premier article du projet de règle exclut du champ d'application de la règle les dérivés négociés hors cote qui sont des contrats non standardisés adaptés aux besoins d'un client en particulier et pour lesquels il n'existe aucun marché secondaire. La règle précise que les dérivés négociés hors cote exclus doivent être liés à des contrats non standardisés parce que le personnel de l'OCRCVM estime que, si de tels contrats peuvent être standardisés, une telle standardisation est propice à la création d'un marché secondaire actif. Dans un tel cas, nous sommes d'avis que la Règle sur la fixation d'un juste prix devrait s'appliquer de la même manière qu'elle s'applique aux autres titres négociés hors cote pour lesquels il existe un marché secondaire.

Le premier article de la règle exclut également de la Règle sur la fixation d'un juste prix les opérations sur des titres du marché primaire. Cette exclusion est une reconnaissance du fait qu'un processus bien établi impose déjà à l'égard des opérations sur des titres du marché primaire une discipline en matière de fixation de prix. Plus précisément, et contrairement à la fixation de prix pour les opérations sur des titres négociés hors cote sur le marché secondaire, dont le prix est fixé uniquement par le courtier membre, le prix des opérations sur des titres



du marché primaire est fixé par la négociation entre l'émetteur et un ou plusieurs courtiers membres. En outre, les facteurs pris en considération dans la fixation de prix prévus dans le projet de règle et examinés dans le projet de Note d'orientation ont été rédigés uniquement en prévision des opérations sur le marché secondaire de titres négociés hors cote et non en prévision de dérivés négociés hors cote ou d'opérations sur des titres du marché primaire.

À part les exclusions signalées concernant les opérations sur des titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote, toute opération sur des titres qui n'est pas effectuée par le truchement d'une bourse sera visée par le projet de règle. Tant dans la Règle sur la fixation d'un juste prix que dans le projet de Note d'orientation, toute mention de « titres négociés hors cote » et de toute forme dérivée analogue d'une telle expression vise des titres dont l'achat ou la vente n'est pas effectué par le truchement d'une bourse.

L'article 2 du projet de règle établit l'obligation générale du courtier membre de faire un « effort raisonnable » en vue d'obtenir pour le client un prix qui est juste et raisonnable par rapport aux conditions du marché existantes. Par exemple, cette disposition sera particulièrement pertinente dans le cas d'un marché illiquide pour un titre donné : il se peut que le courtier membre doive communiquer avec diverses personnes pour se faire une idée de la disponibilité et du prix du titre en question.

Les majorations et les minoration, dans le cas des opérations pour compte propre, et les commissions ou les frais de service, dans le cas des opérations pour compte de tiers, constituent un facteur important dans l'établissement d'un juste prix global pour un client. L'article 3 du projet de Règle traite ces questions. L'obligation de juste prix s'appliquera à tous les types d'opérations dans lesquelles le courtier membre effectue l'achat ou la vente d'un titre pertinent pour un client, que le courtier effectue l'opération pour compte de tiers ou pour compte propre.

L'OCRCVM publie de nouveau, en vue de recueillir des commentaires, le projet de Note d'orientation visant à aider le courtier membre à déterminer des prix justes et raisonnables et à définir quelles opérations peuvent exiger que soient constituées des pièces justificatives concernant l'établissement du prix. On trouvera le texte du projet de Note d'orientation à l'Annexe C. Le projet de Note d'orientation a été révisé pour préciser le champ d'application du projet de Règle et décrire ce qui constitue une majoration ou une minoration et/ou la base du calcul de cette majoration ou minoration.

Le projet de Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote est donné à titre d'élément de l'Annexe A.

2. Information sur le rendement des titres à revenu fixe à fournir aux clients

Selon cette modification, il faudra fournir sur l'avis d'exécution l'information sur le rendement des titres à revenu fixe. Le rendement sera calculé sur la base du prix global pour le client,



d'une manière conforme aux conventions de marché pour les titres négociés. Il se peut qu'un complément d'orientation soit publié au sujet des conventions de marché appropriées, au besoin. Un tel complément d'orientation serait nécessaire si l'OCRCVM juge qu'il existe des divergences considérables par rapport aux conventions de marché dans le calcul des rendements, ou si les calculs de rendement sont déraisonnables.

Le projet de modifications prévoit aussi que l'avis d'exécution devra comprendre des mentions dans le cas de titres remboursables par anticipation ou à taux variable. Dans le cas de titres d'emprunt remboursables par anticipation de quelque façon, une mention « remboursables par anticipation » doit être ajoutée; dans le cas de titres d'emprunt comportant un taux de coupon variable, il faut inclure la mention « Le taux de coupon peut varier. »

L'OCRCVM propose d'introduire la règle relative à l'information sur le rendement par la voie d'une modification des dispositions de l'alinéa 1(h) de la Règle 200 des courtiers membres relatives aux obligations concernant l'avis d'exécution. Les obligations d'information sur le rendement relatives aux coupons détachés et aux titres d'emprunt restants, qui figurent déjà dans l'alinéa 1(h) de la Règle 200, restent en vigueur.

On trouvera à l'Annexe B une version soulignée de l'alinéa 1(h) de la Règle 200 qui indique les modifications apportées.

3. Information sur la rémunération à fournir aux clients de détail

L'OCRCVM propose une modification obligeant le courtier membre à fournir sur l'avis d'exécution relatif à toutes les opérations hors cote pour des clients de détail la mention suivante : « 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. » Cette mention est semblable à celle qui sera obligatoire sur les avis d'exécution d'après les projets de la FINRA, aux États-Unis, présentés en vue d'obtenir l'approbation de la SEC. L'obligation s'appliquerait à toutes les opérations hors cote lorsque le montant de la majoration ou de la minoration, des commissions et des autres frais de service appliqués par le courtier membre n'a pas été indiqué sur l'avis d'exécution transmis aux clients de détail.

Dans le cas de comptes à honoraires, la mention sera exigée sur les avis d'exécution relatifs aux opérations hors cote s'il existe en fait une majoration ou une minoration, une commission ou d'autres frais de service se rapportant spécifiquement à l'opération.

Dans le cas des remisiers, la mention sur la rémunération devra être donnée sur l'avis d'exécution à moins que le montant des majorations, minorations, commissions et autres frais de service reliés à l'opération, y compris toute rémunération de cette nature à l'égard d'une opération effectuée par le courtier chargé de comptes, ne soit donné sur l'avis d'exécution.



L'OCRCVM propose d'introduire les obligations d'information relatives à l'information sur la rémunération par la voie d'une modification des dispositions de l'alinéa 1(h) de la Règle 200 des courtiers membres relatives aux obligations concernant l'avis d'exécution. On trouvera à l'Annexe B une version soulignée de l'alinéa 1(h) de la Règle 200 qui indique les modifications apportées.

4. Modifications accessoires de la Règle 29 des courtiers membres

Par suite du projet de Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote, il faut apporter certaines modifications accessoires. À l'heure actuelle, les articles 9 et 10 de la Règle 29 des courtiers membres portent sur l'évaluation des titres d'emprunt pris en négociation. Par suite du projet de Règle sur la fixation d'un juste prix, ces articles seront abrogés pour éviter la redondance ou le conflit avec la nouvelle Règle.

Autres solutions envisagées

Le projet de modifications a été élaboré en consultation avec les comités consultatifs de l'OCRCVM. Sauf dans le cas de l'un des comités consultés, le processus de consultation a révélé un degré élevé de consensus à l'appui de la Règle sur la fixation d'un juste prix et des modifications relatives à l'obligation d'information sur le rendement. Toutefois, l'élaboration de la modification relative à l'information sur la rémunération à fournir aux clients de détail s'est révélée beaucoup plus difficile. Certains membres de l'un des comités consultés, la Section des affaires juridiques et de la conformité, ont exprimé des préoccupations au sujet de difficultés opérationnelles liées aux obligations d'information, particulièrement la mention sur la rémunération.

Au cours des consultations avec les comités consultatifs de l'OCRCVM, le personnel de l'OCRCVM a envisagé la possibilité d'exiger que soit fourni aux clients de détail le montant brut des majorations ou minorations ou des commissions et autres frais de service appliqués par le courtier membre aux opérations sur les titres à revenu fixe négociés sur le marché hors cote.

Des courtiers membres ont exprimé des préoccupations au sujet d'une telle obligation, notamment :

- La difficulté d'établir un prix du marché institutionnel réel ou inféré au moment de l'opération d'une manière uniforme pour tous les membres qui puisse servir de base de calcul des majorations ou des minorations.
- Les multiples filières d'exécution des opérations. Par exemple, un courtier membre qui s'occupe lui-même des opérations pour les institutions inclurait la totalité de sa majoration ainsi que toute commission, tandis qu'un courtier membre qui trouve des titres à revenu fixe pour ses clients par l'entremise du pupitre de négociation d'un autre courtier n'indiquerait que sa propre majoration ou commission par rapport au prix majoré auquel



il a acheté le titre d'un courtier du marché institutionnel. En outre, chez les courtiers où le prix des titres à revenu fixe fourni au pupitre détail n'est pas exactement le même que celui fourni au pupitre institutionnel, le calcul de la majoration pose des difficultés opérationnelles.

- Il faudrait que l'information s'applique à toutes les formes d'instruments à revenu fixe, notamment tous les types de titres à revenu fixe (y compris les titres d'organismes de placement collectif marché monétaire ou obligataires) et tous les instruments de dépôt à revenu fixe, de manière à mettre le client en mesure de comparer les commissions payées sur des instruments semblables. Autrement, il y aurait une incitation inappropriée à vendre des instruments comme les titres d'organisme de placement collectif à revenu fixe ou les certificats garantis de placement, qui ne sont pas assujettis à l'obligation d'information au sujet de la rémunération dans l'avis d'exécution.

Le personnel de l'OCRCVM a envisagé la possibilité de rendre obligatoire l'information sur la portion du détail (conseiller en placement) seulement de la majoration ou de la commission appliquée aux titres à revenu fixe négociés hors cote. Comme le montant de la majoration ou de la commission de détail devrait être un chiffre plus facile à trouver, déjà utilisé dans les systèmes des courtiers membres à l'heure actuelle, on a pensé que l'information sur la portion du détail seulement permettrait d'éviter les difficultés opérationnelles liées à l'information sur les montants bruts de majoration ou de commission. En outre, l'information sur les commissions peut constituer une information utile pour les investisseurs de détail même s'ils ne peuvent l'utiliser pour comparer les commissions brutes entre les produits et entre les courtiers. Il se peut que les investisseurs de détail veuillent simplement savoir ce que leur courtier se fait comme rémunération sur l'opération. Néanmoins, les préoccupations au sujet de l'incitation inappropriée à vendre d'autres produits à revenu fixe qui ne sont pas assujettis à l'obligation d'information au sujet de la commission dans l'avis d'exécution peuvent toujours avoir leur justification. Il peut aussi s'ajouter une préoccupation supplémentaire, liée au fait que certaines méthodes de rémunération pourraient diminuer la majoration ou la commission de détail qui est fournie dans l'information sur la rémunération. De plus, l'information sur la portion du détail seulement ne fournira pas une information globale, puisque toute majoration au niveau institutionnel ne sera pas incluse.

Comparaison avec des dispositions similaires dans d'autres pays

1. Les dispositions sur le juste prix

États-Unis – Municipal Securities Rulemaking Board

Le *Municipal Securities Rulemaking Board* (MSRB) est l'organisme d'autoréglementation américain chargé de l'établissement des règles liées aux opérations sur les titres municipaux sur les marchés américains. Le MSRB a établi plusieurs règles au sujet du juste prix des titres. La *Rule G-17* du MSRB est une règle, fondée sur des principes qui oblige les courtiers à agir avec loyauté avec toutes les personnes. La *Rule G-18* est une règle sur le juste prix, qui oblige le courtier qui exécute une opération pour compte de tiers à faire un effort raisonnable pour

Avis de l'OCRCVM 10-0163 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – Projet de Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote et de modifications des obligations d'information dans l'avis d'exécution



obtenir un prix [TRADUCTION] « juste et raisonnable par rapport aux conditions du marché existantes ».

Le *MSRB* a une deuxième règle sur la fixation du prix, la *Rule G-30*, qui comporte deux volets : l'un concerne la fixation du prix dans les opérations pour compte propre et l'autre, la fixation du prix dans les opérations pour compte de tiers. La *Rule G-30(a)* concerne la fixation du prix dans les opérations pour compte propre et on pourrait y voir une règle sur les majorations. Cette disposition prévoit que le prix global pour un client, y compris toute majoration ou minoration, doit être juste et raisonnable, compte tenu de tous les facteurs pertinents. Ces facteurs comprennent notamment les suivants :

- le jugement du courtier sur la juste valeur au marché des titres au moment de l'opération;
- les frais faits pour effectuer l'opération;
- le droit du courtier à un profit;
- la valeur totale de l'opération.

La *Rule G-30(b)* concerne la commission ou les frais de service perçus par le courtier dans les opérations pour compte de tiers. Elle prévoit que la commission ou les frais de service ne doivent pas excéder un montant juste et raisonnable, compte tenu de tous les facteurs pertinents. Dans le cas des opérations pour compte de tiers, ces facteurs comprennent notamment les suivants :

- la disponibilité des titres sur lesquels porte l'opération;
- les frais faits pour l'exécution de l'ordre du client;
- la valeur des services rendus par le courtier;
- le montant de toute autre rémunération reçue ou à recevoir par le courtier à l'occasion de l'opération.

Le *MSRB* a relevé et mis en relief divers facteurs qui peuvent être pertinents en vue des décisions de fixation de prix. Outre les facteurs déjà énumérés ci-dessus, il a notamment indiqué les facteurs suivants :

- le prix ou le rendement du titre;
- l'échéance du titre;
- la nature de l'activité exercée par le courtier;
- les notations du titre;
- les clauses de remboursement anticipé et les autres clauses et conditions particulières du titre;
- l'existence d'un fonds d'amortissement;



- l'intention de l'émetteur d'effectuer le remboursement anticipé du titre;
- les défaillances;
- l'historique de négociation du titre, y compris le niveau d'activité du marché et l'existence de teneurs de marché.

États-Unis – Règles de la FINRA (NASD)

La *FINRA* (auparavant, la *NASD*) applique la *NASD Rule 2440* qui porte sur le juste prix dans toutes les opérations hors cote, tant sur les titres cotés que sur les titres non cotés.

La partie prescriptive de la Règle de la *NASD* constitue une règle fondée sur les principes, qui prévoit que le prix doit être juste, compte tenu de toutes les circonstances pertinentes, notamment les conditions du marché du titre au moment de l'opération, les frais faits et le droit du courtier à un profit. La Règle de la *NASD* prévoit que le courtier doit fournir un prix juste au client dans les opérations où il agit pour compte propre. À l'égard des opérations pour compte de tiers, elle prévoit que la commission ou les frais de service facturés au client doivent être justes.

La règle de la *NASD*, tout comme celle du *MSRB*, est complétée par des orientations, lesquelles comprennent ce qu'il est convenu d'appeler [TRADUCTION] la « politique du 5 % », laquelle suggère (sans l'imposer) 5 % comme majoration raisonnable maximale. L'*IM 2440-1 Mark-up Policy* énumère les facteurs pertinents à prendre en compte pour déterminer si une majoration est raisonnable, notamment le type de titre, la disponibilité du titre sur le marché, le prix du titre, le montant de l'opération, l'information fournie au client, le profil des majorations perçues par le membre, la nature de l'activité du courtier.

La *NASD* a également adopté l'*IM 2440-2 Additional Mark-Up Policy for Transactions in Debt Securities, Except Municipal Securities*. Cette politique décrit, avec un certain degré de détail, le moyen de déterminer si la majoration appliquée à un titre est juste. Selon cette politique, le point à partir duquel il faut mesurer la majoration ou la minoration appliquée à une opération est le prix au marché existant du titre sur lequel porte l'opération. Elle précise également que le prix au marché existant d'un titre d'emprunt s'établit en fonction du coût du titre pour le courtier au moment considéré.

2. Obligations d'information sur les majorations ou minorations et sur les commissions dans l'avis d'exécution

États-Unis – Securities and Exchange Commission (SEC)

En vertu de la *Rule 10b-10* de la *SEC*, relative à l'avis d'exécution, la commission sur les opérations pour compte de tiers doit être indiquée dans l'avis d'exécution, mais non la majoration ou la minoration sur une opération pour compte propre.



États-Unis – Règles de la FINRA

La FINRA a déposé auprès de la SEC le projet de *Rule 2231* qui obligerait ses membres, sous réserve d'exceptions particulières, à fournir aux clients à l'égard des opérations sur titres d'emprunt des informations déterminées concernant les frais applicables, les notations, l'existence d'une information sur les opérations relative à la dernière vente ainsi que certaines clauses relatives au taux d'intérêt, au rendement et au remboursement anticipé. S'agissant de l'information sur les frais, le projet de Règle oblige les membres de la FINRA agissant pour compte propre, s'il y a lieu, à inclure la mention suivante dans l'avis d'exécution :

[TRADUCTION] La rémunération du courtier sur cette opération a été ajoutée au prix dans le cas d'un achat et déduite du prix dans le cas d'une vente.

Cette mention vise à indiquer clairement aux investisseurs, particulièrement à ceux qui traitent avec un membre de la FINRA agissant pour compte propre, si un membre a obtenu une rémunération à l'occasion de l'opération du client sur titres à revenu fixe, étant donné que selon la *Rule 10b-10* de la SEC, la commission sur les opérations pour compte de tiers doit être indiquée dans l'avis d'exécution, mais non la majoration ou la minoration sur une opération pour compte propre. La FINRA ne propose pas que le montant de la majoration ou de la minoration au profit du membre de la FINRA soit déclaré et les membres de la FINRA ne seraient pas tenus de fournir d'informations qui feraient double emploi avec celles qui ont déjà été fournies au sujet d'une opération en vertu de la *Rule 10b-10*.

Le projet de Règle obligerait également les membres de la FINRA à informer leurs clients de la possibilité de consulter un document d'information établi par la FINRA traitant des titres d'emprunt de façon générale.

Classement du projet de modifications

Des déclarations ont été faites ailleurs dans le texte au sujet de la nature et des effets du projet de modifications; une analyse de ces éléments a également été faite. Les objectifs du projet de modifications sont :

- d'assurer la conformité aux lois sur les valeurs mobilières;
- d'empêcher les agissements frauduleux et les manipulations;
- de promouvoir les principes d'équité dans le commerce et l'obligation d'agir de bonne foi, avec honnêteté et loyauté;
- de promouvoir des normes et pratiques commerciales justes, équitables et conformes à l'éthique;
- de promouvoir la protection des investisseurs.



L'OCRCVM estime que le projet de Règle et de modifications répondra aux préoccupations en ce qui concerne le juste prix et renforcera la transparence des opérations sur le marché hors cote. Les avantages en découlant profiteront principalement aux investisseurs. Des prix plus justes seront manifestement avantageux pour les investisseurs et l'information supplémentaire permettra aux investisseurs de mieux apprécier les rendements et les coûts liés à leurs placements. De leur côté, les courtiers membres bénéficieront d'une confiance plus grande des investisseurs à l'égard de leurs services et de l'intégrité des marchés hors cote.

Le conseil a déterminé que le projet de modifications n'est pas préjudiciable à l'intérêt public.

Vu la portée et le caractère substantiel du projet de modifications, il a été classé comme justiciable de l'examen dans le cadre d'une consultation publique.

Incidence du projet de modifications sur la structure des marchés, les courtiers membres, les non-courtiers membres, la concurrence et les coûts de conformité

Les principaux coûts reliés au projet de modifications se rattachent aux questions opérationnelles chez les courtiers membres. La Règle sur la fixation d'un juste prix ou les modifications relatives à l'information sur le rendement n'entraîneront pas de coûts opérationnels additionnels importants pour les courtiers membres. Toutefois, ceux-ci devront prendre des mesures pour modifier leurs opérations pour se conformer aux obligations d'information sur le rendement et sur la rémunération, quoique certains courtiers membres fournissent peut-être déjà une information sur le rendement qui est conforme au projet de modifications.

Le personnel de l'OCRCVM estime que les avantages pour les investisseurs découlant du projet de modifications l'emportent sur les coûts qui leur sont liés. Le projet de modifications n'impose pas de fardeau à la concurrence ou de contrainte à l'innovation qui ne serait pas nécessaire ou approprié en fonction des objectifs indiqués ci-dessus. Il n'impose pas de coûts ou de restrictions aux activités des participants au marché (notamment les courtiers membres et les non-courtiers membres) qui soient disproportionnés par rapport aux objectifs de réglementation visés.

Incidence technologique et plan de mise en œuvre

Le projet de modifications obligera les courtiers membres à mettre à jour leurs systèmes pour inclure l'information requise sur les avis d'exécution. L'OCRCVM croit savoir que les principales sociétés de services informatiques ont déjà examiné le projet de modification concernant l'information à fournir sur les avis d'exécution et ont estimé qu'il ne s'agissait pas d'un gros projet.

Le projet de modifications concernant les obligations d'information dans les avis d'exécution sera mis en vigueur six mois après la publication par le personnel de l'OCRCVM d'un avis

Avis de l'OCRCVM 10-0163 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – Projet de Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote et de modifications des obligations d'information dans l'avis d'exécution



indiquant que l'approbation a été reçue des autorités de reconnaissance de l'OCRCVM. La Règle sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote entrera en vigueur 30 jours après la publication d'un tel avis.

Appel à commentaires

L'OCRCVM invite le public à formuler des commentaires sur le projet de modifications. Les commentaires doivent être formulés par écrit. Deux copies de chaque lettre de commentaires doivent être transmises au plus tard le 5 juillet 2010 (30 jours à compter de la date de publication du présent Avis).

Une première copie doit être envoyée à l'attention de :

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

La deuxième copie doit être envoyée à l'attention du :

Chef du Service de la réglementation des marchés
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest, 19^e étage, case 55
Toronto (Ontario)
M5H 3S8
marketregulation@osc.gov.on.ca

Les personnes qui présentent des lettres de commentaires doivent savoir qu'une copie sera mise à la disposition du public sur le site Internet de l'OCRCVM (www.ocrcvm.ca, sous l'onglet « Réglementation des membres – Règles des courtiers membres – Propositions en matière de politique réglementaire et lettres de commentaires reçues »).

Les personnes qui ont des questions peuvent s'adresser à :

Jamie Bulnes
Directeur de la politique de réglementation des membres
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
416 943-6928
jbulnes@iiroc.ca



Pièces jointes

- Annexe A – [Projet de modifications établissant une nouvelle Règle des courtiers membres sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote et portant modification de la Règle 29 des courtiers membres et de l'alinéa 1\(h\) de la Règle 200 des courtiers membres.](#)
- Annexe B – [Version soulignée de l'alinéa 1\(h\) de la Règle 200 des courtiers membres indiquant les modifications apportées](#)
- Annexe C – [Projet de Note d'orientation – Fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote](#)
- Annexe D – [Récapitulatif des commentaires reçus et des réponses du personnel de l'OCRCVM aux commentaires.](#)