

AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles

Note d'orientation

Règles des courtiers membres

Destinataires à l'interne :

Affaires juridiques et conformité

Crédit

Détail

Formation

Haute direction

Institutions

Opérations

Pupitre de négociation

Vérification interne

Personne-ressource :

Jamie Bulnes

Directeur de la politique

de réglementation des membres

416 943-6928

jbulnes@iiroc.ca

11-0257

Le 1^{er} septembre 2011

Lignes directrices sur la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote

I. INTRODUCTION

L'article 1 de la Règle 3300 des courtiers membres concernant la fixation d'un juste prix pour les titres négociés hors cote (la Règle) délimite le champ d'application de la Règle en excluant expressément les opérations sur des titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote. L'article 2 de la Règle établit l'obligation générale 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. L'article 3 de la Règle traite de ce qui est juste et raisonnable à l'égard des majorations et des minorations, dans le cas des opérations pour compte propre, et des commissions ou frais de service, dans le cas des opérations pour compte de tiers, dans l'établissement d'un juste prix global pour les clients.



La présente Note d'orientation traite du champ d'application de la Règle et des considérations de prix pour le courtier membre dans l'établissement d'un juste prix dans le cas tant des opérations pour compte propre que des opérations pour compte de tiers sur des titres négociés hors cote, y compris les attentes de l'OCRCVM concernant « l'effort raisonnable » exigé du courtier membre en vertu de l'article 2 de la Règle. La Note d'orientation expose également des cas où il peut être nécessaire pour le courtier membre de conserver des documents justificatifs à l'égard de certaines opérations.

II. CHAMP D'APPLICATION DE LA RÈGLE

L'article 1 de la Règle exclut de l'application des dispositions liées à la fixation d'un juste prix les opérations sur des titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote dont les modalités contractuelles non standardisées sont adaptées aux besoins d'un client en particulier et pour lesquels il n'existe aucun marché secondaire.

À part les exclusions signalées concernant les opérations sur des titres du marché primaire et les dérivés négociés hors cote, toute mention de « titres négociés hors cote » et de toute forme dérivée analogue d'une telle expression dans la Règle et la présente Note d'orientation vise des titres dont l'achat ou la vente n'est pas effectué sur un marché. Plus précisément, nous invitons les courtiers membres à prendre note de l'application des dispositions de la règle sur la fixation d'un juste prix aux produits structurés généralement offerts aux clients de détail, notamment aux contrats sur différence et aux contrats de change.

III. CONSIDÉRATIONS DE JUSTE PRIX À L'ÉGARD DES TITRES NÉGOCIÉS HORS COTE

Opérations pour compte propre

Dans le cas des opérations pour compte propre, l'alinéa 3(a) de la Règle dit que le prix global de l'opération pour le client, y compris toute majoration ou minoration, doit être juste et raisonnable, compte tenu de tous les facteurs pertinents. Cette disposition précise ensuite un certain nombre de facteurs pertinents à prendre en considération :

- la juste valeur au marché des titres au moment de l'opération et des titres échangés ou négociés à l'occasion de l'opération;
- les frais engagés pour effectuer l'opération;
- le droit du courtier membre à un profit;
- la valeur totale de l'opération.



La détermination d'un prix « juste et raisonnable » repose sur l'idée d'une correspondance raisonnable avec le prix courant du marché pour le titre. La rémunération du courtier membre sur une opération pour compte propre est considérée comme constituée d'une majoration ou d'une minoration par rapport au prix du marché au moment de l'opération effectuée par le client. Comme elle fait partie du prix global pour le client, la majoration ou la minoration doit aussi représenter un montant juste et raisonnable, compte tenu de tous les facteurs pertinents.

Majorations et minorations

Par « majoration », on entend la rémunération du courtier membre sur une opération qui, dans le cas d'un achat, a été ajoutée au prix et par « minoration », la rémunération du courtier membre sur une opération qui, dans le cas d'une vente, a été déduite du prix. Le point de départ pour calculer les majorations et les minorations correspond toujours à la juste valeur de marché des titres au moment de l'opération, autrement dit, le cours du marché lorsque celui-ci est suffisamment liquide pour établir un tel cours. Dans le cas d'un marché non liquide pour la négociation de titres hors cote, le cours du marché des titres négociés hors cote peut être établi selon les considérations de prix présentées dans la présente Note d'orientation. Il y aurait lieu de noter que le courtier membre peut ne pas être en mesure d'établir un cours du marché en fonction de ses coûts concomitants. Quoique dans de nombreux cas, les coûts concomitants du courtier membre puissent se rapprocher du cours du marché, il se pourrait que, en raison d'une mauvaise évaluation, d'une erreur ou d'autres facteurs, les coûts concomitants du courtier membre sur une opération particulière dépassent la valeur de marché courante.

Opérations pour compte de tiers

La rémunération du courtier membre sur les opérations pour compte de tiers est habituellement perçue sous la forme d'une commission. Dans le cas des opérations pour compte de tiers, l'alinéa 2(b) de la Règle prévoit que les commissions ou les frais de service du courtier membre ne doivent pas excéder un montant juste et raisonnable, compte tenu de tous les facteurs pertinents. La Règle précise ensuite un certain nombre de facteurs pertinents à prendre en considération :

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



L'obligation de l'« effort raisonnable »

Outre la composante rémunération dans les opérations pour compte de tiers, l'article 1 de la Règle établit l'obligation pour le courtier membre qui exécute une opération hors cote sur des titres pour un client à titre de mandataire de celui-ci, 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. Dans l'exécution de cette obligation, le courtier membre sera tenu d'exercer le même degré de diligence que s'il effectuait une opération hors cote pour compte propre. Lorsqu'il exécute une opération hors cote à titre de mandataire d'un client, le courtier membre doit procéder avec diligence pour déterminer le juste prix. Par exemple, dans le cas d'une opération sur un titre illiquide, le courtier membre, pour s'acquitter de cette obligation de l'« effort raisonnable », devra peut-être communiquer avec diverses personnes pour se faire une idée de la disponibilité et du prix du titre en question. L'acceptation passive, par le courtier membre qui exécute une opération pour compte de tiers, du premier prix qui lui est coté ne sera pas suffisante.

Il faut noter que le courtier chargé de comptes qui exécute des opérations pour le compte d'un remisier est également tenu de l'obligation de l'« effort raisonnable ». Il s'ensuit que le courtier chargé de comptes doit faire un « effort raisonnable » pour obtenir un prix qui est juste et raisonnable en fonction des conditions du marché existantes pour le titre et doit, pour y arriver, exercer la même diligence que s'il effectuait l'opération pour compte propre. Le courtier chargé de comptes devra soit connaître la valeur de marché du titre, soit exercer la diligence voulue mentionnée au paragraphe précédent pour déterminer un prix juste et raisonnable.

Autres facteurs de fixation du prix

Dans ce qui précède, on trouve une énumération d'un certain nombre des facteurs qui peuvent être pertinents pour déterminer si le prix global de l'opération (y compris la commission, la majoration ou la minoration) est juste et raisonnable. À l'égard tant des opérations pour compte propre que des opérations pour compte de tiers, voici une liste de facteurs supplémentaires qui peuvent être pertinents pour déterminer si le prix global de l'opération est juste et raisonnable :

- les services fournis et les frais engagés pour effectuer l'opération;
- la disponibilité des titres sur le marché;
- le droit du courtier à un profit;
- la valeur totale et le prix de l'opération;



- la duration;
- la taille de l'émission et la saturation du marché provenant de l'émetteur et du secteur d'activité;
- la note attribuée au titre et les clauses de remboursement anticipé du titre;
- la juste valeur au marché au moment de l'opération et des titres échangés ou négociés à l'occasion de l'opération.

Certains de ces facteurs ont déjà été mentionnés dans l'analyse portant soit sur les opérations pour compte propre soit sur les opérations pour compte de tiers, mais peuvent s'appliquer aux deux types d'opérations. Certains de ces facteurs se rattachent surtout à la composante de l'opération consistant dans la rémunération du courtier (p. ex., les services fournis par le courtier); d'autres concernent surtout la question de la valeur au marché (p. ex., les clauses de remboursement anticipé du titre ou la note attribuée au titre). La composante rémunération et la composante valeur au marché/prix sont toutes deux pertinentes pour l'établissement d'un prix global de l'opération qui est juste et raisonnable.

Outre les facteurs mentionnés ci-dessus, l'OCRCVM est d'avis que l'un des facteurs les plus importants pour déterminer si le prix global pour le client est juste et raisonnable est que le rendement devrait être comparable au rendement sur d'autres titres comparables (qualité, échéance, taux de coupon et taille de bloc), qui sont disponibles sur le marché au moment de l'opération.

Titres similaires

Lorsque l'on ne peut obtenir de renseignements sur le prix en fonction des facteurs indiqués ci-dessus, peut-être parce qu'il n'existe pas d'opérations comparables pour le titre en question, l'examen du prix peut se fonder sur des titres comparables ou « similaires ». En règle générale, un titre « similaire » devrait être suffisamment équivalent au titre en question pour servir de placement de remplacement raisonnablement fongible. Pour les considérations de prix fondées sur les titres « similaires », le courtier membre devrait prendre en compte notamment les facteurs suivants :

- la qualité de crédit des deux titres;
- les notes;
- le degré de surdimensionnement;
- les écarts (avec des titres canadiens de duration similaire) auxquels les titres se négocient habituellement;



- les similarités générales de structure (comme les clauses de remboursement anticipé, l'échéance, les options intégrées);
- la taille de l'émission ou le flottant;
- le taux de rotation récent;
- la cessibilité.

Les facteurs de prix faisant appel à des titres « similaires » ne sont pas classés par ordre hiérarchique, c'est-à-dire qu'on peut les considérer dans n'importe quel ordre.

Modèles économiques

Dans les situations où il ne peut utiliser ni les facteurs de fixation de prix indiqués ci-dessus ni les titres similaires pour établir le prix courant du marché, le courtier membre peut utiliser des renseignements sur les prix provenant d'un modèle économique pour déterminer un prix juste et raisonnable. Le modèle économique employé pour déterminer le juste prix devrait prendre en compte des éléments comme la qualité de crédit, les taux d'intérêt, le secteur d'activité, la durée jusqu'à l'échéance, les clauses de remboursement anticipé et les autres options incorporées, le taux de coupon et la valeur nominale, ainsi que toutes les modalités et conventions de prix applicables (p. ex., la fréquence du coupon et les conventions de calcul).

Ne pas confondre rémunération raisonnable et juste prix

Il importe de noter que l'obligation de juste prix du courtier membre exige qu'il porte attention à la fois à la valeur de marché du titre et à la rémunération raisonnable. Les commissions, majorations ou minorations excessives peuvent certes causer une violation des normes de fixation du juste prix décrites ci-dessus. Toutefois, il peut aussi arriver que le courtier membre limite son profit sur les opérations à des niveaux raisonnables et contrevienne néanmoins à la Règle parce qu'il n'a pas porté attention à la valeur de marché. Par exemple, le courtier membre peut ne pas déterminer la valeur de marché d'un titre au moment où il l'achète d'un autre courtier ou d'un client et payer, de ce fait, un prix bien au-dessus de la valeur de marché. Le courtier membre qui répercuterait cette erreur de jugement à un client, que ce soit dans une opération pour compte propre ou dans une opération pour compte de tiers, contreviendrait à ses obligations de juste prix, même s'il ne réalisait qu'un faible profit ou même aucun profit sur l'opération.



Éléments à prendre en considération pour la fixation de prix – titres négociés hors cote, sauf les titres de créance

Les principes de fixation du juste prix s'appliquent autant aux opérations pour compte propre qu'aux opérations pour compte de tiers portant sur l'ensemble des titres négociés hors cote, sauf ceux exclus dans la Règle. En général, les éléments à prendre en considération pour la fixation du prix des titres négociés hors cote, sauf les titres de créance, devraient suivre une méthode analogue à celle décrite précédemment pour les titres de créance. En cas de marché actif pour les titres négociés hors cote, il pourrait être relativement simple d'établir un juste prix fondé sur les valeurs courantes du marché. Lorsque les titres négociés hors cote sont moins liquides, les éléments à prendre en considération pour la fixation de prix peuvent être fondés sur des titres comparables ou similaires; et en l'absence de titres comparables ou similaires, le courtier membre peut opter pour des modèles économiques, lorsque cela s'avère possible.

Produits structurés

D'après l'OCRCVM, la norme dans la profession à l'égard du marché secondaire de produits structurés semble être que le courtier membre obtient un cours acheteur de l'institution qui est à l'origine du produit et transmet ce prix à son client. En vertu de la Règle, les produits structurés qui ont été vendus à des clients institutionnels ou de détail seront assujettis aux mêmes normes que toutes les autres opérations hors cote et si le cours acheteur obtenu est déraisonnable, le courtier membre ne peut se contenter de le transmettre au client. Il faudra que le courtier membre détermine si le cours acheteur est raisonnable compte tenu des circonstances (à la fois du client et du marché) et informe le client de sa décision.

Contrats sur différence et contrats de change

Dans le cas des contrats sur différence, le prix du marché des actifs sous-jacents au moment de l'opération constitue l'élément principal à prendre en considération pour établir le juste prix des contrats sur différence. De même, dans le cas des contrats de change, le taux de change du sous-jacent (la paire de devises) constitue l'élément principal à prendre en considération pour établir le juste prix des contrats de change.

IV. DOCUMENTS JUSTIFICATIFS

L'OCRCVM attend du courtier membre qu'il conserve des documents justificatifs adéquats pour étayer le prix des opérations sur titres négociés hors cote. Dans la plupart des cas, les dossiers actuels relatifs aux opérations, y compris les enregistrements audio, permettront au courtier membre de reconstruire le fondement sur lequel il a été déterminé que le prix d'une opération hors cote était juste et suffiront donc pour étayer le prix juste de l'opération.



L'OCRCVM prévoit que les opérations sur des titres difficiles à évaluer pourront exiger des documents justificatifs additionnels. La tenue de documents justificatifs appropriés pour ces opérations pourra faire l'objet des examens d'opérations par l'OCRCVM et le défaut de conserver des documents justificatifs pour étayer le juste prix dans des opérations sur des titres difficiles à évaluer sera pris en compte dans les mesures de mise en application.

L'OCRCVM a recensé un certain nombre de cas où le courtier membre devra probablement conserver des documents justificatifs allant au-delà des dossiers relatifs aux opérations : les titres difficiles à évaluer, les procédures de recherche de demandes « *bid-wanted* », les produits structurés et les arrangements remisier/courtier chargé de comptes. En vue d'établir un juste prix pour les opérations, le courtier membre doit tenir des documents justificatifs pour certains des renseignements, processus et/ou considérations relativement à chacune des situations présentées ci-après. Les documents justificatifs devraient être tenus dans la mesure nécessaire pour établir le fondement sur lequel une opération d'un client a reçu un prix juste et raisonnable.

Titres difficiles à évaluer

De nombreuses émissions de titres de créance sont de petite taille et négociées peu fréquemment. Pour certaines de ces émissions, il peut être difficile d'obtenir une information rapide et fiable sur les caractéristiques de l'émission ou sa qualité de crédit. Cela peut rendre difficile pour le courtier membre de déterminer la valeur de marché avec précision et peut exiger que l'appréciation de la valeur de marché prenne la forme d'une fourchette de valeurs plus large que celle qui serait possible dans le cas d'émission bien connues, plus liquides. Bien qu'on s'attende à ce que les fluctuations de prix intrajournalières d'émissions obscures et illiquides soient généralement plus grandes que celles d'émissions bien connues et liquides, le courtier membre doit néanmoins être conscient de son obligation d'établir la valeur de marché le plus exactement possible en exerçant une diligence raisonnable.

Le degré d'exactitude avec lequel la valeur de marché peut être déterminée dépendra de la nature de l'émission et des circonstances de l'opération, notamment de la nature du titre, de l'information disponible au sujet de l'émission, etc. Les mesures précises que le courtier membre peut être tenu de prendre pour établir la valeur de marché peuvent aussi varier selon les circonstances. Lorsque le courtier membre ne connaît pas bien un titre, l'effort à faire pour établir sa valeur peut être plus grand que s'il connaît déjà le titre. L'absence d'un marché bien défini et actif pour une émission ne dispense pas de l'obligation de diligence pour déterminer la valeur de marché le plus exactement possible lorsque les obligations de juste prix s'appliquent. Dans son exercice de diligence pour déterminer la valeur de marché des titres, le courtier membre pourra être tenu d'examiner les prix des opérations récentes sur l'émission et/ou les prix des opérations sur des émissions comportant une qualité de crédit et des caractéristiques similaires. Si les caractéristiques et la qualité de crédit de l'émission ne sont



pas connues, il peut aussi être nécessaire d'obtenir de l'information sur ces facteurs auprès de sources professionnelles reconnues. Par exemple, la note actuelle ou d'autres éléments d'information sur la qualité de crédit, les caractéristiques et les modalités précises de l'émission et toute information importante au sujet du titre, comme les plans de l'émetteur de rembourser l'émission, les défaillances, etc. sont tous des éléments qui peuvent influencer sur la valeur de marché du titre.

Le courtier membre doit tenir des documents justificatifs au sujet des mesures prises à l'égard des titres difficiles à évaluer.

Le recours à des procédures de recherche de demandes

Une procédure de recherche de demandes (« *bid-wanted* ») largement diffusée et bien menée fournira des renseignements importants et très utiles sur la valeur de marché d'une émission. Toutefois, l'efficacité de cette procédure pour obtenir la valeur de marché véritable d'un titre peut varier selon la nature du titre et la façon dont la procédure est menée. La procédure de recherche de demandes ne permet pas toujours de déterminer de façon concluante la valeur de marché. Par conséquent, particulièrement lorsque la valeur de marché d'une émission n'est pas connue, il se peut que le courtier membre tenu aux obligations de la Règle sur la fixation du juste prix doive vérifier les résultats de cette procédure par rapport à d'autres données pour s'acquitter de ses obligations de juste prix. En outre, le courtier qui fait appel à une procédure de recherche de demandes pour établir un juste prix doit tenir des documents justificatifs à son sujet.

Produits structurés

Comme dans le cas des titres difficiles à évaluer, le courtier membre doit tenir des documents justificatifs à l'appui des éléments considérés pour déterminer le juste prix des produits structurés, à moins que la juste valeur de marché d'un produit structuré particulier ne soit facilement vérifiable. Pour les contrats sur différence, l'OCRCVM prévoit qu'il ne sera pas nécessaire de produire des documents justificatifs additionnels dans la plupart des cas, puisque le prix du marché des actifs sous-jacents au moment de l'opération constituera le principal élément à prendre en considération pour la fixation du juste prix. De même, dans le cas de contrats de change, des documents justificatifs additionnels seront probablement inutiles si le taux de change de la paire de devises sous-jacente peut être facilement obtenu et constitue l'élément principal pris en considération pour déterminer le juste prix. Cependant, dans les cas où il est difficile d'évaluer un contrat sur différence ou un contrat de change, il y aura lieu de conserver les documents justificatifs à l'appui de la fixation du juste prix.



Arrangements remisier/courtier chargé de comptes

Le courtier membre a l'obligation de veiller à ce que les prix finaux qu'il offre à ses clients soient raisonnables, même lorsqu'il agit à titre de remisier et utilise les systèmes, le personnel ou le portefeuille d'un courtier chargé de comptes pour exécuter des opérations hors cote.

Il peut se trouver des situations où un courtier chargé de comptes a ajouté sa majoration et offert le titre à un remisier à un prix raisonnable; toutefois, l'ajout d'une autre commission au niveau du remisier pourrait pousser l'opération finale avec le client à un niveau de prix qui ne semble plus juste et raisonnable. Pour éviter ce type de situation, le remisier doit être diligent et s'assurer qu'il reçoit un prix aussi concurrentiel que possible. L'examen des prix du courtier chargé de comptes par rapport à d'autres sources possibles avec une certaine fréquence (au moins chaque semestre) constitue une façon de procéder à cette vérification. Le remisier doit tenir des documents justificatifs à l'égard de tout examen du genre.

Le courtier chargé de comptes, de son côté, ainsi qu'il a été exposé dans la section portant sur l'obligation de l'« effort raisonnable », est également assujéti à l'obligation de juste prix lorsqu'il exécute des opérations pour le compte d'un remisier et doit tenir des documents justificatifs au sujet de ces opérations dans le cas où c'est nécessaire.