

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

Le 6 juin 2007

(La page 27 a été modifiée - 12 sept. 2007)



**ASSOCIATION CANADIENNE DES
COURTIERS EN VALEURS MOBILIÈRES**

Association Canadienne Des Courtiers En Valeurs Mobilières
Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)
Table des matières

PRÉFACE	1
1. INTRODUCTION ET CARACTÉRISTIQUES DES CFD.....	2
2. STRUCTURE DE PLACEMENT ET CIRCULATIONS DES FONDS LIÉS AUX OPÉRATIONS SUR CFD	4
2.1 Illustration des relations entre les participants au CFD.....	6
2.2 Diagramme illustrant la circulation des fonds liés aux opérations sur CFD	8
2.3 Tableau illustrant la sensibilité du rendement en fonction de taux de couverture différents	9
3. OPÉRATIONS EN LIGNE ET SYSTÈMES DE GESTION DES RISQUES	11
4. MARCHÉS ÉTRANGERS DE CFP ET RÉGLEMENTATION LES RÉGISSANT	13
4.1 États-Unis.....	14
4.2 Royaume-Uni	17
4.3 Singapour	19
4.4 Australie.....	20
5. APPLICATION DES RÈGLES DE L'ACCOVAM EN MATIÈRE DE CAPITAL ET DE COUVERTURE.....	22
5.1 Couverture prescrite.....	22
5.2 Dépôts de couverture excédentaire / Capital prescrit.....	24
6. EXIGENCES QUANT AUX LIVRES COMPTABLES ET À LA CONDUITE DES AFFAIRES.....	26
6.1 Livres comptables.....	26
6.2 Ouverture de compte et dispense d'évaluation de la convenance.....	26
6.3 Couvertures prescrites du client	27
6.4 Opération d'initié.....	27
6.5 Lutte contre le blanchiment d'argent.....	28
6.6 Autres dispositions	28

ANNEXE A — RÉSULTATS D’UNE RECHERCHE DE FOURNISSEURS DE CFD SUR INTERNET	29
ANNEXE B — RÈGLES DE COUVERTURE LA MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE (MSA) APPLICABLES AUX CFD NÉGOCIÉS HORS BOURSE.....	30
ANNEXE C — EXTRAIT DE L’ARTICLE 9(X) DU RÈGLEMENT 100 DE L’ACCOVAM	31
ANNEXE D — CRITÈRES DE L’ACCOVAM APPLIQUÉS AUX SOCIÉTÉS DE CATÉGORIE A MEMBRES DE LA FSA.....	32
ANNEXE E — EXTRAIT D’UN ÉNONCÉ DE POLITIQUE INTERNE D’UN ÉMETTEUR DE CFD ROYAUME-UNI	36

PRÉFACE

La présente analyse examine les caractéristiques importantes d'un nouveau produit de placement offert aux particuliers, le contrat de différence (« CFD » ou « Contract-for-Difference »), ainsi que la réglementation qui s'y applique. L'analyse a été réalisée et préparée en réponse à une nouvelle demande d'adhésion à l'ACCOVAM, qui est en suspens. À l'heure actuelle, le demandeur commercialise et vend le produit à des investisseurs qualifiés au Canada aux termes de son inscription actuelle en Ontario en tant que courtier sur le marché des valeurs dispensées (« limited market dealer ») et de catégories d'inscription dans d'autres provinces. Le demandeur compte accroître son marché cible en offrant le produit à des investisseurs non qualifiés qui sont des particuliers en tant que courtier en valeurs mobilières inscrit et membre de l'ACCOVAM. Il vendra les CFD aux termes d'un prospectus préalable de base¹ proposé, à la fois à des particuliers et à des investisseurs institutionnels.

Le présent document, qui a pour but de présenter une description claire des CFD et des questions réglementaires connexes, traite des sujets suivants :

- introduction et caractéristiques des CFD;
- structure de placement et circulation des fonds liés aux opérations sur CFD;
- opérations en ligne et systèmes de gestion des risques;
- marchés étrangers de CFD et réglementation les régissant;
- application des règles de l'ACCOVAM en matière de capital et de couverture;
- exigences quant aux livres comptables et à la conduite des affaires des membres de l'ACCOVAM.

Louis P. Piergeti
Vice-président à la conformité financière
Le 6 juin 2007

¹ Le « prospectus préalable de base » est décrit dans la Norme canadienne 44-102 (au Québec, le Règlement 44-102). Il s'agit d'un prospectus simplifié déposé en vue du placement de titres ayant une valeur globale déterminée, qui sont conservés en réserve pendant 25 mois au plus jusqu'à ce que l'émetteur décide d'en placer une partie ou la totalité. À l'émission, l'émetteur prépare un supplément dans lequel il donne les renseignements propres aux titres vendus, qui est intégré au « prospectus préalable de base ».

1. INTRODUCTION ET CARACTÉRISTIQUES DES CFD

Un **contrat de différence (CFD)** est un dérivé qui permet aux investisseurs de spéculer sur les fluctuations du cours d'un sous-jacent ou de couvrir les risques associés aux fluctuations du cours d'un sous-jacent sans avoir à posséder le sous-jacent comme tel ni à son procéder à son règlement. En règle générale, les CFD sont négociés hors bourse et reproduisent le rendement financier du sous-jacent lié aux fluctuations de son cours².

Le sous-jacent est généralement constitué d'actions ordinaires inscrites à la cote d'une bourse de valeurs mobilières, peut aussi être composé de devises étrangères, d'obligations et d'indices lorsqu'il existe un marché transparent en termes de cours et de volumes négociés. Les CFD permettent aux investisseurs de prendre une position longue (position en compte) ou une position courte (position à découvert) sur le sous-jacent mais, contrairement aux contrats à terme, leur date d'échéance et leur taille ne sont pas déterminées. Le porteur d'une position CFD longue, habituellement intrajournalière, bénéficiera d'un mouvement à la hausse du sous-jacent et obtiendra le gain réalisé de l'émetteur du contrat. En règle générale, le contrat est liquidé à la fin du jour de bourse et le montant total du règlement, compte tenu du gain ou de la perte et des commissions connexes, est versé. Les contrats existant un jour donné peuvent être reconduits le lendemain, sous réserve de frais de financement sur l'emprunt contracté pour acquérir la position. Le prix du CFD reconduit est rétabli le jour de bourse suivant.

Les CFD sont commercialisés en tant que produits à fort levier financier pouvant générer pour l'investisseur des gains importants, mais également des pertes. Ils servent à mettre en oeuvre une stratégie de négociation à court terme et non une stratégie de placement à long terme. Ainsi, pour un particulier, le CFD est un produit de placement spéculatif qui, habituellement, ne remplit pas de fonction de couverture de risque ou de gestion de risque importante. Par conséquent, le placement de CFD auprès d'investisseurs se fait au moyen d'un compte qui a été accepté et ouvert sous réserve d'une déclaration quant au caractère convenable de l'opération et de la signature de documents d'ouverture de compte comprenant des énoncés des risques connexes et des attestations écrite de la part de l'investisseur.

Les caractéristiques principales des CFD qui les rendent intéressants pour les spéculateurs recherchant un nouveau moyen de réaliser une opération sur séance ou une opération de couverture à court terme sont les suivantes :

- couvertures prescrites peu élevées, variant entre 1 % et 10 % (100:1 à 10:1);
- flexibilité quant à la taille des contrats permettant la liquidation partielle d'une position;
- frais d'exécution peu élevés, variant entre 0,2 % et 0,25 % (déterminés en fonction de la taille de la position et imposés à l'ouverture et à la fermeture de la position);

² La question de savoir si les dérivés négociés hors bourse comme les CFD sont ou devraient être considérés comme des valeurs mobilières au sens de la législation en valeurs mobilières provinciale du Canada est incertaine. Les commissions des valeurs mobilières provinciales n'ont pas uniformément ou complètement exercé leur compétence sur ces produits. Toutefois, d'après la jurisprudence et la législation en valeurs mobilières de la plupart des provinces, il est probable que les CFD vendus aux particuliers qui sont des contrats de placement spéculatif sont des valeurs mobilières au sens de la législation.

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

- aucun règlement matériel du sous-jacent (aucuns frais de compensation, de règlement ou de garde);
- participation aux opérations relatives aux actions comme les distributions de dividendes et les fractionnements, mais non aux droits de vote³;
- possibilité de profiter de la hausse et de la baisse des cours;
- aucun coût d'emprunt d'actions pour les positions courtes;
- aucun droit de timbre (Royaume-Uni);
- exposition aux marchés étrangers.

Certains facteurs liés aux restrictions visant les offres de contrats peuvent ne pas avantager un investisseur de CFD. Par exemple, un émetteur peut restreindre les offres de produits CFD aux seuls titres sous-jacents là où l'émetteur a un accès direct au marché et où il existe des mécanismes de découverte des prix du marché et des volumes d'opérations importants sur le titre sous-jacent. De plus, tout contrat de CFD émis peut s'avérer peu disponible advenant que l'émetteur doive limiter ou couvrir son exposition au titre sous-jacent à tout moment.

Les contrats sont assujettis à des frais de financement journaliers s'ils sont reconduits du jour au lendemain. Les frais de financement imposés sont fonction d'un taux convenu au préalable, supérieur ou inférieur au taux LIBOR ou à un autre taux d'intérêt de référence. Tous les contrats font l'objet d'un règlement quotidien, celui-ci se soldant par la différence entre le cours à l'ouverture et le cours à la fermeture, y compris les reconductions. Les courtiers agissant pour le compte de tiers tirent une part importante de leurs revenus du financement des positions CFD acquises par emprunt qui sont reconduites du jour au lendemain, en plus d'obtenir de faibles commissions à l'exécution de l'ouverture et de la fermeture de positions.

³ Une position longue sur un CFD convertible peut conférer des droits de vote si elle est exercée.

2. STRUCTURE DE PLACEMENT ET CIRCULATIONS DES FONDS LIÉS AUX OPÉRATIONS SUR CFD

Les CFD consistent généralement en un contrat entre l'investisseur et l'émetteur. Ils sont vendus sous différentes marques employées par leurs émetteurs, comme « Turbo Certificate » ou « Wave ». À Hong Kong, ils ont appelés « Callable Bull/Bear Contracts » (contrats haussiers ou baissiers rachetables). Ils peuvent être structurés en tant que contrat unique lié à la fluctuation du cours d'un titre sous-jacent ou à l'écart entre les fluctuations du cours de deux instruments sous-jacents (aussi appelé « spread bet » ou « pari sur écart »).

Comme tout dérivé fondé sur le rendement financier d'actions, d'obligations, de devises ou d'indices sous-jacents, le CFD permet à l'investisseur de simuler un placement direct dans le sous-jacent ou dans la devise, en bénéficiant d'un coût moindre et d'un rendement éventuel accru. Un CFD fondé sur la différence entre les cours au comptant d'une devise ou de deux devises peut aussi être appelé « opération au comptant sur devises » ou « swap de devises ».

Le tableau comparatif suivant illustre la structure d'un CFD non convertible classique. Les parties au contrat sont l'**émetteur**, le **courtier en ligne** et le **client**. L'**émetteur** supporte le risque de perte du capital en tant que vendeur du contrat simulant le rendement financier du sous-jacent qu'il conclut avec le **client**. Le courtier en ligne, un intermédiaire du marché, agit principalement en tant que mandataire, mais peut également agir en tant que contrepartiste, lorsqu'il s'agit, par exemple, d'un CFD sur devises pour lequel il couvre le risque de change auquel est exposé le capital au moyen d'une opération conclue avec une autre contrepartie.

Le courtier est inscrit et est autorisé par l'émetteur à placer ses CFD au moyen d'un système de négociation en ligne sans sollicitation. En règle générale, le système de négociation est un système exclusif appartenant à l'émetteur dont le logiciel de négociation en ligne comprend : 1) l'entrée et l'exécution des ordres, 2) l'évaluation en temps réel des contrats pour le calcul des profits et pertes et des participations des clients, 3) des outils de gestion des risques, par exemple un outil de surveillance des limites de crédit et de position, et 4) des registres des opérations. Une licence d'utilisation du logiciel est concédée au courtier en tant que mandataire chargé de l'exécution des contrats entre l'émetteur et les clients. Dans la plupart des cas, l'émetteur et le courtier en ligne sont des entités reliées.

Les négociateurs de l'émetteur de CFD examinent de près les opérations sur CFD en aval du système en surveillant les positions des clients sur chaque instrument négocié à l'échelle mondiale. Si un client crée une position importante, l'émetteur peut acheter ou vendre l'instrument en question sur les marchés sous-jacents pour couvrir son risque. Le courtier n'assume aucun risque de perte du capital à l'égard du CFD et, par conséquent, aucun risque de marché ou risque de crédit. En plus de se charger du placement des CFD et d'agir en tant que mandataire dans l'exécution des ordres visant les CFD, le courtier se voit confier les tâches administratives liées à l'ouverture des comptes des clients et surveille les insuffisances quant au crédit ou à l'actif dans le compte, le cas échéant. Le courtier lance des appels de marge et perçoit les sommes déposées pour le compte de l'émetteur. Le système de négociation en ligne offre aux

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

clients des outils d'entrée d'ordres afin de leur permettre de gérer eux-mêmes leurs positions. Les clients sont encouragés à entrer des ordres à cours limité et des ordres stop au moment de conclure un nouveau contrat.

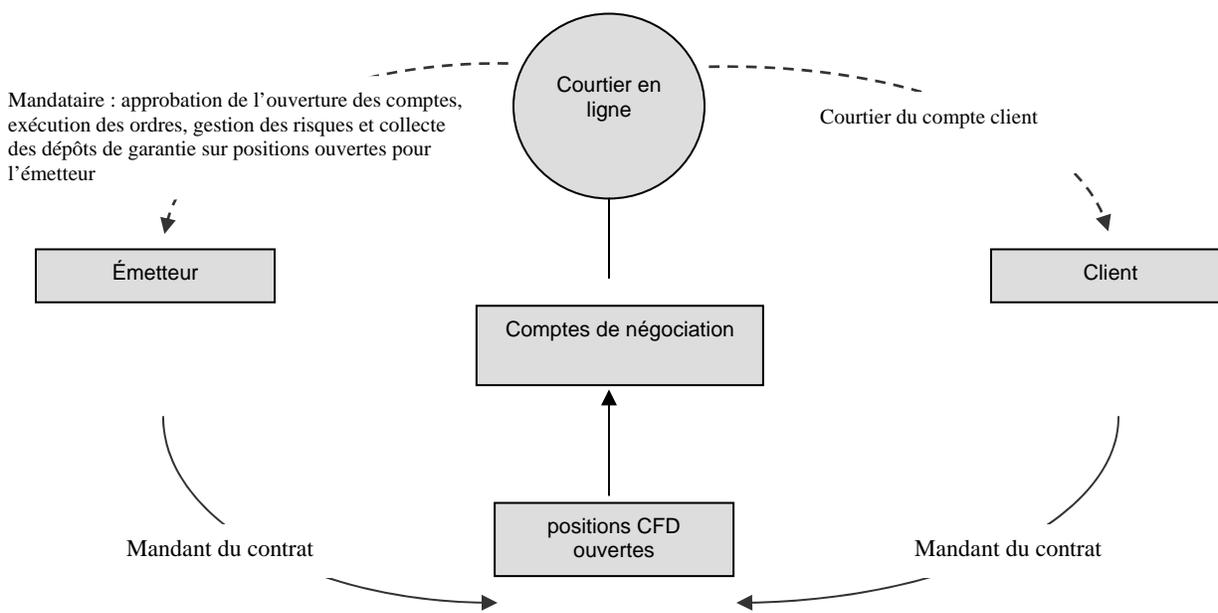
Il importe de souligner que l'émetteur et le client sont les mandants aux termes du CFD. L'analyse des CFD effectuée dans le présent document se limite à cette relation contractuelle. Dans la pratique, la relation sera précisée dans les modalités des documents d'offre de CFD et décrite dans le détail dans les conventions d'ouverture de compte et les documents de divulgation de risques présentés aux clients. Les dispositions régissant la relation comprennent l'indemnisation inconditionnelle du courtier par l'émetteur et le client à l'égard de toute dette ou obligation d'exécution dans le cas où l'un ou l'autre des mandants manquerait à ses obligations de paiement.

2.1 Illustration des relations entre les participants au CFD

Comme il est précisé dans le diagramme ci-dessous, l'émetteur du CFD et le client sont les mandants aux termes du CFD. Le courtier doit être inscrit en tant que courtier en valeurs mobilières pour agir en tant que mandataire de l'émetteur dans l'exécution d'une opération sur un CFD.

Le diagramme ci-dessous illustre les relations entre l'émetteur, le courtier en ligne inscrit et le client, soit tous les participants au CFD. Le courtier en ligne inscrit agit en tant que mandataire dans l'exécution et la compensation d'une opération sur un CFD pour le compte de l'émetteur et du client. Les CFD émis sont inscrits aux livres du courtier en tant que positions ouvertes, à la fois dans les comptes de négociation de l'émetteur et du client. Le courtier gère la collecte des dépôts de garantie et les transferts de fonds représentant les gains et les pertes entre les comptes de négociation des mandants aux termes du contrat (l'émetteur et le client).

La circulation des fonds est illustrée plus en détails dans le diagramme de la page 11.



Note : Participations nettes du client = sommes dans le compte – couverture minimale prescrite exigée pour positions CFD ouvertes +/- évaluation à la valeur de marché des CFD (moins les commissions et les frais de financement)

Lorsqu'un client ouvre une position et réalise une opération, les fonds requis pour l'opération ou le dépôt de garantie (plus les frais applicables à l'opération, le cas échéant, comme les commissions et les frais de financement) sont transférés électroniquement du compte bancaire du courtier à l'émetteur. Lorsque le client liquide sa position, les fonds (plus tout gain réalisé ou moins toute perte subie sur l'opération et moins les commissions applicables, le cas échéant) sont retournés électroniquement au compte bancaire du courtier. Lorsque la position du client demeure ouverte (afin d'être reconduite le lendemain), elle est tout de même évaluée à la valeur

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

de marché et liquidée au cours moyen du marché à la fin de la journée; les fonds sont ensuite retournés électroniquement au courtier (plus ou moins le gain ou la perte de la journée). **Ces transferts sont effectués quotidiennement au moyen d'une procédure de règlement entièrement automatisée.** Le matin suivant, la position est ensuite rouverte au cours moyen du marché et les fonds requis pour rouvrir la position sont transférés électroniquement du compte bancaire du courtier à l'émetteur (rajustés pour tenir compte des coûts de financement liés aux positions longues et courtes). En règle générale, les positions CFD ne sont **PAS** maintenues entre la fermeture d'un jour ouvrable et l'ouverture du suivant, mais sont reconduites avec rétablissement de prix le jour ouvrable suivant, sous réserve des frais de financement.

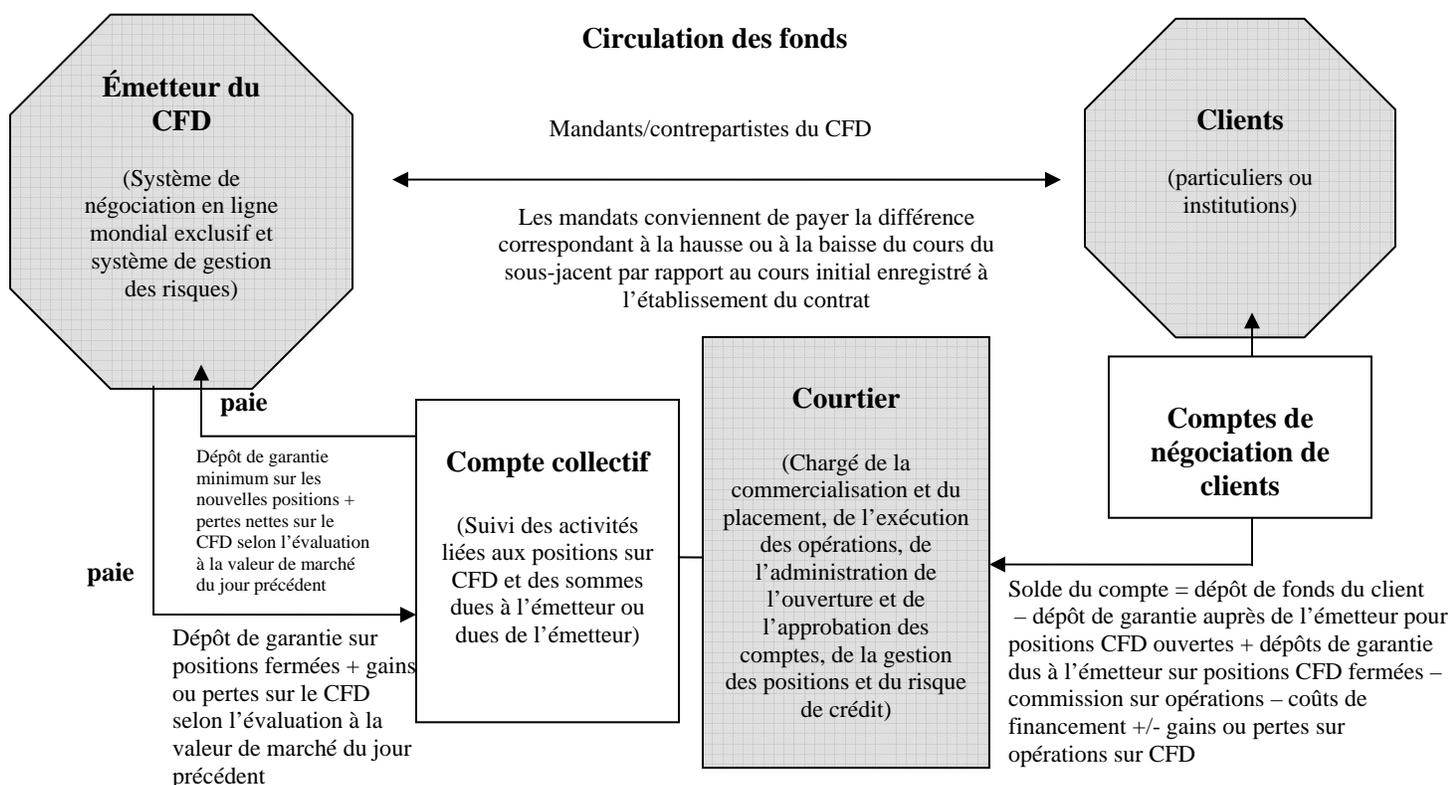
Le compte de négociation du client inscrit aux livres comptables du courtier est mis à jour en temps réel pour tenir compte de tous les changements aux positions et aux soldes (y compris les dividendes et les gains ou pertes d'évaluation à la valeur de marché sur les positions CFD ouvertes, et les frais applicables comme les commissions et les frais de financement). Le courtier maintient un compte collectif pour l'émetteur en tant que compte de sens contraire pour les opérations sur CFD du client et suit les transferts des sommes dues à l'émetteur ou dues de l'émetteur pour les besoins de ses rapprochements internes.

2.2 Diagramme illustrant la circulation des fonds liés aux opérations sur CFD

Le rôle que joue le courtier par rapport au client et à l'émetteur ressemble en quelque sorte à celui d'une chambre de compensation en ce qui concerne la manière dont est gérée la circulation des fonds. Toutefois, la définition d'une chambre de compensation, aux termes de la législation en valeurs mobilières de plusieurs des provinces du Canada, **exclut** le courtier inscrit, de sorte qu'il ne serait pas nécessaire pour le courtier d'être approuvé en tant que chambre de compensation dans ces provinces.

Contrairement aux chambres de compensation reconnues, qui agissent en tant que contrepartie centrale et garantissent le respect des obligations d'exécution et de paiement reliées aux positions pour tous leurs participants, le courtier n'a, à l'égard des opérations sur CFD, aucune obligation en cas de défaillance de crédit de la part de l'émetteur ou du client, autre que l'obligation de gérer la circulation des fonds entre les deux mandants du contrat.

Le diagramme suivant illustre la circulation des fonds entre l'émetteur du CFD, le client et le courtier en ligne.⁴



⁴ Il s'agit d'une entente commerciale usuelle. Il peut en exister des variations comportant la retenue des dépôts du client, y compris les gains du client par l'émetteur entraînant des conséquences au niveau du capital pour le courtier en ligne. Ce sujet est examiné plus en profondeur à la section n 6 de la présente étude.

2.3 Tableau illustrant la sensibilité du rendement en fonction de taux de couverture différents

Le tableau suivant illustre la sensibilité du rendement (ainsi que l'**avantage en termes de coût**) d'un CFD pour un investisseur qui achète un CFD négocié hors bourse d'un émetteur par l'entremise d'un courtier en ligne selon des modalités prévoyant un règlement quotidien sur trois jours consécutifs, comparativement à l'investisseur qui achète les titres sous-jacents à un courtier exécutant en ligne selon des modalités prévoyant un règlement sur trois jours.

Il est supposé dans l'exemple que les dépôts de garantie auprès de l'émetteur sont de 5 % et de 20 %, comparativement à 30 % auprès du courtier exécutant, soit le taux de couverture le plus bas permis par la réglementation pour les titres admissibles à une couverture réduite (aux termes de la « Liste des titres admissibles à une couverture réduite » ou « LTACR »), selon l'article 2(F)(iv) du règlement 100 de l'ACCOVAM. En règle générale, le coût d'exécution d'un CFD est de 0,10 % (minimum de 7,50 \$ et maximum de 40 \$) et la commission demandée par le courtier exécutant peut être d'aussi peu que 9,99 \$ (maximum de 29 \$). Le coût de financement de la position CFD achetée à crédit et du solde débiteur du compte auprès du courtier exécutant est de 6,75 % par année. L'émetteur et le courtier exécutant exigent tous deux que le dépôt de garantie minimum soit versé au compte avant que l'ordre soit exécuté, exigence courante parmi les courtiers exécutants membres de l'ACCOVAM pour les achats à crédit.

Achat / Vente	CFD (Émetteur)	CFD (Émetteur)	Titre inscrit (Courtier exécutant)
Jour 1 : achat de 750 actions d'ABC à 12 \$ = 9 000 \$			
Taux de couverture	5 %	20 %	30 % (LTACR)
Dépôt de garantie	450 \$	1 800 \$	2 700 \$
Commission	9,00 \$ (0,10 %)	\$9,00 (0.10%)	9,99 \$
Comparaison des coûts – Débours initial requis pour réaliser l'opération	459 \$	1 809 \$	2 709,99\$
Jour 3 : vente de 750 actions d'ABC à 13 \$ = 9 750 \$			
Financement (6,75 % par année)	4,74 \$	3,99 \$	3,50 \$
Commission	9,75 \$ (0,10 %)	9,75 \$ (0,10 %)	9,99 \$
Bénéfice brut	750 \$	\$750 \$	750 \$
Coût total de l'opération	23,49 \$	22,74 \$	23,48 \$
Bénéfice net	726,51 \$	727,26 \$	726,52 \$
Rendement potentiel du placement initial	158,3 %	40,2 %	26,8 %

Note : Bénéfice et perte cumulatif réalisé sur le CFD en supposant qu'il est reconduit sur trois jours ouvrables.

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

L'analyse révèle que le coût total de l'opération, pour l'achat d'un CFD par rapport à un placement dans les titres sous-jacents, est comparable. L'émetteur et le courtier exécutant imposent tous deux des commissions et des frais de financement. Pour l'investisseur, la différence découle de la sensibilité du rendement potentiel du placement initial dans les trois scénarios en fonction des taux de couverture offerts. Contrairement au courtier exécutant, pour l'émetteur du CFD, en tant que mandant du contrat, la possibilité de tirer un bénéfice de l'opération découle simplement d'un pari engagé avec le client quant à l'évolution du cours du sous-jacent.

3. OPÉRATIONS EN LIGNE ET SYSTÈMES DE GESTION DES RISQUES

La réalisation d'opérations sur des CFD en ligne sur un marché hors bourse exige un système logiciel de négociation évolué qui permet des échanges entre l'émetteur, l'intermédiaire et le client.

Le système doit permettre à l'émetteur de surveiller effectivement et instantanément son exposition à des positions CFD ouvertes qu'il a émises en mettant à sa disposition des sources de cours provenant de marchés de valeurs cotées où sont négociés les titres et les indices sous-jacents ou de marchés hors bourse où sont négociées les obligations ou les devises sous-jacentes. Il est nécessaire, notamment, que le système soit relié aux bourses mondiales, afin de permettre la couverture des positions CFD ouvertes nettes. L'intermédiaire doit disposer d'un système logiciel évolué afin de pouvoir fournir à l'investisseur les services de placement nécessaires, comme les dernières informations, la surveillance de positions, des cotations et des graphiques. Ce système doit comprendre un mécanisme d'enregistrement des ordres, un dispositif de surveillance des positions CFD ouvertes, et des sources de cours servant aux évaluations et permettant de déterminer instantanément les profits et les pertes des clients. Étant donné l'interdépendance des systèmes logiciels de l'intermédiaire et de l'émetteur, les systèmes mis au point par ces entités sont généralement intégrés et exclusifs.

Étant donné la compétitivité des fournisseurs de CFD en termes de taux de couverture, de taux d'intérêt et de commissions, ce sont le perfectionnement des systèmes logiciels et la gamme des CFD offerts qui les distinguent. L'éventail des outils logiciels de la plateforme informatique mise à la disposition des clients est offert à un prix mensuel fixe qui peut être rajusté d'après un barème en fonction des volumes de titres négociés par chaque client.

Les CFD faisant l'objet de spéculations à très court terme (c'est-à-dire que les positions ouvertes sont réglées et liquidées le jour même), la vitesse de l'exécution des ordres est critique pour la gestion des risques du client. Les systèmes logiciels exclusifs pour les CFD offrent tous une gamme d'options d'enregistrement d'ordres. Le client détermine les risques inhérents à sa stratégie d'opérations sur valeurs et utilise le système à son gré afin de limiter ses risques. Étant donné le levier financier qu'offrent les émetteurs pour les positions CFD (entre 1 % et 20 %), le système d'enregistrement d'ordres est un outil de gestion des risques nécessaire pour le client. Un client qui réalise des opérations sur des CFD peut limiter ses risques au moyen d'options d'enregistrement d'ordres comprenant un mécanisme stop garanti. Au moyen de ce mécanisme, les positions CFD sont liquidées à un cours que le client détermine d'avance, sans écart de cours, malgré les fluctuations importantes éventuelles, de façon à limiter ses pertes. Les options peuvent être fournies par le système en raison de la nature inhérente du CFD, qui est une position de capital entre le client et l'émetteur. La prime qu'exige l'émetteur pour un ordre stop garanti lui apporte une rémunération supplémentaire.

Les types d'ordres qui sont acceptés en ligne sans frais comprennent : l'ordre à cours limité (qui vous permet d'acheter ou de vendre à des cours déterminés), l'ordre stop, l'ordre « si exécuté »

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

ou « If-Done Order » (l'ordre lié) et l'ordre bivalent (une combinaison de l'ordre à cours limité et de l'ordre stop).

Du point de vue de l'émetteur, il importe que le système logiciel exclusif pour les CFD lui permette de gérer les risques auxquels il est exposé. Il doit pouvoir, à cette fin, surveiller la concentration des positions CFD nettes sur quelque sous-jacent que ce soit et établir des limites d'opérations sur positions par contrat (nettes longues ou courtes) dans le but de gérer son exposition aux risques de marché. Il est essentiel, sur le plan du crédit, que l'émetteur surveille constamment toutes les pertes sur positions CFD des clients comparativement aux dépôts de garantie et aux participations dans leur compte, afin de minimiser son risque de pertes sur créances en cas de manquement de la part d'un client à ses obligations. La surveillance se fait au moyen de paramètres de système qui exécutent des appels de marge et des positions de liquidation. La gestion du risque de crédit associé aux clients et la collecte des dépôts de garantie sont des fonctions qui sont déléguées par l'émetteur au courtier, et qui sont à la base de la relation entre le courtier et le client.

Un des outils de gestion du risque de crédit intégrés à ces systèmes est le « pourcentage de liquidation ». Le courtier peut fixer le pourcentage de liquidation du système pour un client de manière à ce que si le total des participations du client dans le compte, exprimé en tant que pourcentage de la couverture totale déterminée en fonction du cours des titres sous-jacents de chaque position CFD ouverte, tombe sous ce pourcentage, le courtier soit autorisé à commencer à liquider la position du client afin d'éviter que la baisse ne résulte en une position négative à l'égard des participations disponibles dans son compte. L'autorisation est conférée au courtier aux termes du contrat de CFD et le courtier fixe le pourcentage lorsqu'il effectue l'évaluation du crédit du client. Le courtier n'assume, aux termes du contrat, aucun risque de crédit ou de manquement à une obligation de paiement; les risques sont supportés par l'émetteur et le client en tant que mandants aux termes du contrat. Le courtier n'est responsable envers le client que de ses participations nettes dans le compte.

Bien sûr, tout système logiciel de CFD doit pouvoir produire la piste de vérification et les livres comptables nécessaires qu'exigent les autorités de réglementation dans les territoires où sont offerts et négociés les CFD dont, notamment, les brouillards des opérations, les grands livres auxiliaires des clients et les avis d'exécution d'opérations. Ces registres étant tenus en ligne, les relevés des clients sont généralement consultés en ligne plutôt qu'en version imprimée, comme il est précisé dans la convention d'ouverture de compte.

4. MARCHÉS ÉTRANGERS DE CFP ET RÉGLEMENTATION LES RÉGISSANT

À l'heure actuelle, il est possible d'acheter des CFD sur des marchés de valeurs cotées ou des marchés hors bourse au Royaume-Uni, en Allemagne, en Suisse, en Italie, à Singapour, en Afrique du Sud, en Australie, et maintenant en Nouvelle-Zélande. D'autres marchés de valeurs mobilières, celui de Hong Kong, par exemple, prévoient émettre des CFD dans un avenir rapproché.

Les CFD ont été créés au Royaume-Uni au début des années 1990, et y sont devenus de plus en plus populaires avec l'établissement de plateformes de négociation en ligne. L'avantage initial des CFD est qu'ils permettaient à de grands fonds de couverture de réaliser facilement des ventes à découvert tout en profitant d'un levier financier efficace. De plus, les CFD permettaient d'éviter d'avoir à procéder au règlement matériel des opérations sur titres et des coûts connexes, y compris les coûts d'emprunt de titres découlant d'une vente à découvert de titres.

Vers la fin des années 1990, au début de l'essor de l'activité économique sur le Web, les CFD ont été offerts aux particuliers en ligne, qui pouvaient alors les négocier directement sur les systèmes de négociation par ordre de la London Stock Exchange (la « Bourse de Londres »). Pour la première fois, des particuliers effectuant eux-mêmes des opérations sur titres, ainsi que des institutions et des fonds d'investissement de petite taille ne disposant pas des ressources permettant une connectivité directe avec la Bourse de Londres, pouvaient réaliser des opérations sur le marché des actions du Royaume-Uni au même niveau que les institutions les plus importantes.

Aucune donnée n'a été publiée à ce sujet, mais il est affirmé dans des informations diffusées sur Internet en 2006 que jusqu'à 30 % de toutes les opérations sur actions au comptant réalisées sur la Bourse de Londres étaient attribuables aux CFD et représentaient un marché mûr de trois milliards de livres sterling au Royaume-Uni. Les CFD sont devenus un produit de rechange de choix pour les spéculateurs sur séance, les fonds de couverture et les gestionnaires de fonds actifs, à l'échelle mondiale, en raison des ratios de levier financier élevés offerts par les émetteurs et de l'absence de droits de timbre.

En Australie, des produits semblables ont été offerts pour la première fois en 2002. En 2006, la Australian Stock Exchange (la « Bourse de l'Australie »), cherchant à accroître les volumes négociés et la liquidité des titres inscrits à sa cote, a établi le premier marché pour la négociation en bourse de CFD à la Sydney Futures Exchange (le « marché à terme de Sydney » ou le « SFE »). Il est estimé que dans trois à cinq ans, 20 % du volume des opérations réalisées à la Bourse de l'Australie découleront des CFD. Au moment de la rédaction du présent rapport, le lancement formel sur le SFE des CFD inscrits à sa cote avait été reporté jusqu'au deuxième trimestre de 2007.

Il existe sur le marché de nombreux courtiers offrant des CFD, dont il est possible d'en repérer un certain nombre en ligne simplement au moyen d'un moteur de recherche (voir les résultats d'une telle recherche à l'annexe A).

Les règles applicables aux CFD dans ces territoires étrangers sont décrites ci-après. L'information a été tirée de rapports et d'autres documents publiés sur les sites Web des autorités de réglementation des territoires en question.

4.1 États-Unis

Aux États-Unis, les CFD n'ont pour corollaire aucun produit reconnu par la réglementation en vigueur. Cette réglementation prévoit essentiellement un classement en trois catégories des dérivés, soit les swaps, les contrats à terme et les options, en plus des contrats à terme sur action individuelle (« single stock futures »).

Un CFD classique est comparable à un swap dans lequel deux parties s'engagent à échanger le rendement financier d'un sous-jacent. Les swaps négociés entre institutions sont exclus de la plus grande partie de la réglementation américaine. La Commodities Futures Trading Commission (« CFTC ») et la Securities and Exchange Commission (« SEC ») reconnaissent toutes deux les swaps négociés hors bourse, dans la mesure où elles n'ont pas d'obligation de surveillance, aux termes de la réglementation, à l'égard des swaps négociés hors bourse entre institutions.

Les contrats à terme et les options sont réglementés par la CFTC, tandis que les actions (sous forme de contrats à terme sur action individuelle) sont réglementées conjointement par la CFTC et la SEC. Ces dérivés sont semblables aux CFD sur actions, mais confèrent, en vertu d'une fiction juridique, des droits sur le sous-jacent que ne confèrent pas les CFD négociés hors bourse.

Aux États-Unis, l'opération qui se rapproche le plus du CFD est l'opération au comptant sur devises en ligne. Le marché de ces opérations a évolué depuis 1996 avec la mise au point des techniques et des plateformes de négociation sur Internet. Étant donné l'essor considérable des opérations au comptant sur devises aux États-Unis et la pénétration du marché canadien, nous en présentons un survol ci-après.

Contrairement au CFD classique, l'opération au comptant sur devises consiste en un contrat entre le courtier intermédiaire (aussi appelé le teneur de marché) et l'investisseur. Le contrat est fondé sur l'évolution intrajournalière du taux de change d'une devise donnée comparativement à une devise de référence qui enregistre des hausses ou des baisses. Le taux de change des devises est donné en paires, par exemple « EUR/USD » (euro contre dollar américain). La position est liquidée avant la fin de la journée ou peut être maintenue et reconduite le lendemain au gré du client ou automatiquement. Si la position est reconduite, des frais sont calculés en fin de journée en fonction de la différence entre les taux d'intérêt applicables aux deux devises de la paire en question.

L'analyse des différences fondamentales entre les opérations au comptant sur devises et les contrats à terme sur devises contribue à expliquer le développement du marché des opérations au comptant sur devises réalisées par des particuliers. En règle générale, les contrats à terme sont fondés sur des contrats inscrits sur un marché dérivé reconnu, d'une durée habituelle de trois mois. Par contre, les opérations au comptant sur devises se font sur le marché hors bourse et

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

prévoient une livraison ou un règlement en espèces sur deux jours. Alors que les marchés à terme ont été créés pour couvrir les risques et spéculer sur les conditions futures sur le marché, les opérations au comptant ont été créées pour permettre la livraison réelle en espèces. Les opérations au comptant prévoient un délai de livraison de deux jours pour donner à ceux qui transportent les sommes le temps de les recevoir. Même si, en théorie, un délai de livraison de deux jours est toujours imposé dans le cadre d'une opération au comptant sur devises, en pratique, ce délai n'est plus employé. Plutôt, tous les jours à 17 h (heure normale de l'Est) (la clôture prédéterminée du jour de bourse), les positions au comptant sont fermées, puis rouvertes. Cette manière de procéder permet un délai de livraison illimité. Si, par exemple, une opération au comptant a lieu un lundi, la date de livraison sera le mercredi. À 17 h le lundi, la position sera fermée, puis rouverte immédiatement, de façon à créer une nouvelle position dont la date de fermeture sera le jeudi. Ces opérations quotidiennes permettent à l'investisseur de garder une position ouverte indéfiniment, jusqu'à ce qu'il décide de la liquider et de ne plus la garder.

Les écarts sur devises offerts aux particuliers sur les plateformes de négociation sur Internet dépendent des taux du marché interbancaire⁵. Il est essentiel sur le plan commercial pour le teneur de marché, qui agit comme contrepartiste de la position longue ou courte relative au contrat sur devises du client, de générer des volumes importants d'ordres afin d'acheter ou de vendre des positions inverses en fonction des écarts des taux interbancaires. Le teneur de marché n'exige aucune commission d'exécution, mais tire un revenu des opérations au comptant sur devises en retranchant quelques points de base des écarts acheteurs-vendeurs offerts aux particuliers pour l'ouverture et la fermeture d'une position⁶.

Aux États-Unis, les opérations au comptant sur devises sur le marché hors bourse par des particuliers doivent être réalisées par un « Future Commodity Merchant » (un intermédiaire autorisé à réaliser des opérations à terme sur marchandises) et sont réglementées par la CFTC et la National Futures Association (« NFA ») (et non la SEC)⁷. Ces autorités ont accordé des

⁵ Contrairement à un marché boursier, sur lequel tous les participants ont accès aux mêmes cours, le marché des devises est divisé en niveaux d'accès. Au palier supérieur se trouve le marché interbancaire, qui est constitué des plus grandes maisons de courtage. Sur le marché interbancaire, les écarts, qui correspondent à la différence entre le cours acheteur et le cours vendeur, sont extrêmement minces, ne sont pas habituellement disponibles, et ne sont pas connus à l'extérieur d'un groupe restreint de participants. Au fur et à mesure que l'on descend dans les paliers inférieurs, les écarts acheteurs vendeurs élargissent, en raison des volumes. Le négociateur qui peut garantir un grand nombre d'opérations visant des sommes importantes peut exiger que la différence entre le cours acheteur et le cours vendeur soit plus restreinte, c'est-à-dire un meilleur écart. Les niveaux d'accès composant le marché des devises sont déterminés par l'importance de la somme d'argent négociée. Plus de la moitié des opérations sur devises ont lieu sur le marché interbancaire, dans le palier supérieur.

Pour réussir, le teneur d'un marché au comptant de devises doit constituer une masse critique d'ordres de clients ou de volumes d'opérations pour pouvoir obtenir les meilleurs écarts.

⁶ Le teneur d'un marché de devises n'exige pas de commissions ou de frais d'opération. Plutôt, il doit enregistrer un certain écart de points (« pip spread »). La plupart des paires de devises comportent un écart de points de 3 à 5, c'est-à-dire que la position du teneur de marché doit augmenter au moins entre 0,0003 \$ et 0,0005 \$ pour qu'il puisse trouver son équilibre financier. Les écarts de points sont largement uniformisés dans le secteur des opérations sur devises. L'écart affiché correspond à la différence entre les cours acheteur et vendeur d'une paire de devises.

Si, par exemple, un client souhaite acquérir une position longue sur des euros par rapport à des dollars américains, l'écart affiché correspondra à la différence entre 1,2500 \$ (cours acheteur) et 1,2503 \$ (cours vendeur), c'est-à-dire trois points. Le client doit d'abord acheter les dollars américains au cours vendeur, mais ne peut les revendre au cambiste au comptant qu'au cours acheteur. L'écart de points entre les cours vendeur et acheteur constitue le coût de l'opération pour le client. Pour que le client réalise un bénéfice avec un écart de trois points, la position longue doit augmenter d'au moins quatre points, et produire ainsi pour le client un bénéfice d'un point sur la position acquise par emprunt. Plus le levier financier est important, plus le bénéfice ou la perte pouvant découler d'une variation de un point est important.

⁷ En Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières a publié un communiqué qui se lit comme suit: [traduction] « ...les investisseurs doivent savoir que les courtiers qui ouvrent des comptes de négociation pour des clients de la Colombie-Britannique doivent être inscrits en Colombie-Britannique soit en tant que courtier en valeurs mobilières membre de l'ACCOVAM, soit en tant que courtier en contrats

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

conditions « spéciales » aux opérations au comptant sur devises aux termes de la loi des États-Unis intitulée *Commodity Exchange Act* qui permet aux opérations d'être réalisées avec un niveau d'endettement plus élevé que d'autres produits de placement vendus à des particuliers. Les règles de couverture prescrites par le règlement 306 de la NFA permettent aux investisseurs de réaliser des opérations avec une couverture d'aussi peu que 1 %⁸, c'est-à-dire un ratio d'endettement de 100:1. Les teneurs de marchés de devises (les courtiers intermédiaires) emploient des systèmes de gestion des risques automatiques, semblables à ceux qui sont employés pour les CFD, pour liquider des positions une fois épuisée la couverture de clients (c'est-à-dire les fonds dans leur compte qui ne sont pas rattachés à une position). Contrairement aux courtiers qui vendent des CFD, comme il a été mentionné plus haut, les teneurs de marchés de devises supportent tout le risque de crédit ou de manquement aux obligations de paiement associé aux pertes subies par le client.

Si, par exemple, un client compte 2 000 \$ dans son compte, en supposant un levier financier de 100:1, et qu'il achète un lot euros/dollars américains de 100 000 \$, il dépose 1 000 \$ de ses 2 000 \$ en tant que couverture, et conserve 1 000 \$ pour permettre à sa position de fluctuer à la baisse sans être liquidée. Les courtiers régis par la NFA sont tenus de calculer et d'obtenir des dépôts de garantie égaux ou supérieurs aux dépôts exigés selon les pourcentages fixés dans les règles de la NFA⁹. Les exigences visant les dépôts de garantie s'appliquent aux contrats sur devises qui sont reconduits quotidiennement avec une date de règlement au comptant indéfinie.

La seule différence notable entre les contrats au comptant sur devises et les CFD classiques découle du fait que le teneur de marché est une partie contractante principale au contrat conclu avec le particulier alors que dans le cas d'un CFD, un mandataire agit pour le compte d'un tiers émetteur. Le teneur de marché compense son exposition nette associée au contrat sur devises conclu avec des clients par des contrats sur devises de sens inverse conclus avec un tiers, habituellement un investisseur institutionnel sur le marché des opérations sur devises comme une banque ou un courtier en contrats sur devises qui réalisent des opérations sur les marchés interbancaires.

de change. Les investisseurs devraient vérifier auprès de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique l'inscription en Colombie-Britannique d'un courtier avant de faire affaire avec lui. » (Source: <http://www.bsc.bc.ca/release.asp?id=34>).

En Ontario, la Commission des valeurs mobilières n'a publié aucun communiqué ni pris aucune position officielle sur l'inscription des entités qui offrent à des particuliers résidant en Ontario des services d'opérations au comptant sur devises.

⁸ Des indications sur le taux de couverture applicable aux positions de change non couvertes détenues dans le compte d'un client sont données dans l'avis sur la réglementation aux membres RM-0351 de l'ACCOVAM, daté du 12 mai 2005.

⁹ Source: règle 2-36 de la NAF et brochure en ligne de la NFA intitulée « Trading in the Retail Off-Exchange Foreign Currency Market – *What Investors Need to Know* » – page 7.

Aux termes de la règle de la NFA énoncée dans la section « Financial Requirements » de son manuel, à l'article 7012, section 12, intitulé « Security Deposits for Forex Transactions with Forex Dealer Members », paragraphe (a)(i) à (iv), le dépôt de garantie doit correspondre à 1 % de la valeur théorique de l'opération si elle est réalisée en livres sterling, en francs suisses, en dollars canadiens, en yen japonais, en euros, en dollars australiens, en dollars néo-zélandais, en couronnes suédoises, en couronnes norvégiennes ou en couronnes danoises. Dans le cas d'opérations réalisées en d'autres devises, le dépôt de garantie exigé est de 4 % de la valeur théorique. Pour les positions courtes, la prime reçue doit être ajoutée à la somme susmentionnée et pour les positions longues, la prime entière doit être ajoutée.

Note : il est indiqué dans la règle de la NFA susmentionnée qu'un courtier en contrats sur devises membre doit recueillir et conserver le dépôt de garantie minimum pour chaque opération sur devises intervenue entre le courtier et un particulier. La règle de la NFA permet à un courtier d'être soustrait de l'exigence de la section 12(b) s'il conserve un capital net régularisé correspondant au moins au double du montant du dépôt de garantie de 1 % ou du dépôt de garantie de 4 % de la valeur théorique exigés aux termes de la section 12(a) pour les positions ouvertes sur contrats sur devises, selon le plus élevé de ces montants. L'ACCOVAM n'a aucune règle comparable permettant à ses sociétés membres de se soustraire à l'exigence de recueillir la couverture des clients en conservant un multiple de leur capital régularisé en fonction du risque excédentaire.

Il importe de signaler qu'aux États-Unis, à moins que les CFD ne soient négociés sur le marché hors bourse avec des investisseurs institutionnels, ils ne sont pas, tout comme les swaps, reconnus comme des dérivés aux termes des règles de la SEC ou de la CFTC¹⁰. Cette non-reconnaissance signifie qu'il est interdit de réaliser des opérations sur des CFD avec des particuliers, à moins d'obtenir des conditions spéciales comme celles qui sont accordées aux opérations au comptant sur devises réalisées hors bourse avec des particuliers. Il est peut probable, à l'heure actuelle, que les CFD sur actions obtiennent aux États-Unis les mêmes conditions spéciales qui permettraient leur négociation hors bourse avec des particuliers, car ils feraient alors directement concurrence au marché croissant des dérivés inscrits, soit aux contrats à terme sur action individuelle actuellement négociés sur les marchés CME, CBOE, CBOT et NQLX.

4.2 Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, c'est la Financial Services Authority (« FSA ») qui est chargée de réglementer le secteur des valeurs mobilières, y compris les CFD. Comme il a été mentionné plus haut, les CFD ont été créés, à l'origine, au Royaume-Uni et y représentent un marché mûr de trois milliards de livres sterling.

La FSA n'a pas fixé de taux de couverture pour les CFD au Royaume-Uni et permet que ces taux soient établis par les émetteurs. Le dépôt de garantie varie entre 5 % et 10 %, en fonction de la valeur marchande théorique des cent actions de premier ordre en tête de la FTSE. La couverture prescrite pour ces actions, qui sont des actions extrêmement liquides d'entreprises bien capitalisées, est de 5 %. Dans le cas d'autres actions moins liquides ou volatiles, comme les actions d'entreprises de haute technologie, la couverture prescrite varie habituellement entre 10 % et 25 %. En règle générale, les positions CFD ne sont pas reconduites du jour au lendemain.

En 2006, la FSA a annoncé qu'elle intégrerait à son manuel une directive sur les marchés d'instruments financiers (« Markets in Financial Instruments Directive »). Cette directive est importante en ce sens qu'elle crée un marché et un régime réglementaire uniques pour les services de placement pour les 27 États de l'Union européenne. Par suite de l'adoption de cette directive, prévue pour le 1^{er} novembre 2007, la plupart des sociétés régies par la FSA qui seront assujetties à la directive devront également respecter la directive « Capital Requirements Directive/Basel 2 », qui établira les exigences quant au capital prescrit que devra détenir une société. Le capital prescrit correspondra au plus élevé des montants suivants i) le capital prescrit de base; et ii) la somme du risque de crédit, du risque de marché et du risque opérationnel. Par conséquent, les émetteurs réalisant des opérations sur CFD au Royaume-Uni devront se conformer à ces nouvelles exigences quant au capital prescrit, qui pourront avoir une incidence sur les taux de couverture qu'ils établiront.

¹⁰ L'ACCOVAM a adopté une position réglementaire à l'égard des contrats au comptant sur devises, d'après une étude juridique effectuée par le cabinet Borden Ladner Gervais s.r.l. en février 2005 qui reposait sur la jurisprudence disponible sur la question, qui est arrivée à la conclusion que les contrats au comptant sur devises sont des « valeurs mobilières » au sens de la législation en valeurs mobilières du Canada et que les opérations sur ceux-ci sont donc des activités permises si elles sont réalisées par une société membre de l'ACCOVAM.

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

Aucune information n'est actuellement disponible sur l'incidence de la nouvelle exigence relative au capital prescrit sur le capital des sociétés inscrites auprès de la FSA en tant qu'émetteurs de CFD.

La FSA exige, avant qu'un particulier puisse réaliser des opérations sur CFD, que ses connaissances en placements et son expérience en négociation de titres soient évaluées au moment de l'ouverture de son compte. De plus, elle exige qu'un avis, appelé « Intermediate Customer Notice » ou « ICN », soit remis au client, lui expliquant les risques auxquels il s'expose et décrivant ses obligations ainsi que celles de son intermédiaire. Il s'agit dans la plupart des cas d'une attestation de reconnaissance des risques et une déclaration quant au caractère convenable d'un placement que doit signer le client.

Même si elle exige que le client ait certaines connaissances en placements et une certaine expérience en négociation de titres, la FSA ne précise pas la façon dont doit procéder l'intermédiaire pour s'en assurer. Par conséquent, tous les courtiers intermédiaires ont établi leurs propres politiques et procédures internes relatives à l'entrevue que doit subir un client et au questionnaire qu'il doit remplir afin que soient évaluées ses connaissances et son expérience avant qu'il ne puisse être approuvé et que son compte ne puisse être ouvert. Comme il a été indiqué, la FSA exige aussi que le client signe l'ICN.

Étant donné les préoccupations à l'égard de la manipulation des marchés sur lesquels sont négociés les sous-jacents des CFD, la FSA a établi des exigences d'information. L'information ainsi déposée permet à la FSA de surveiller efficacement les marchés afin de préserver la confiance dans le système financier et de réduire les crimes de nature financière. À l'heure actuelle, le manuel de la FSA exige que les membres de la FSA déclarent les opérations sur CFD lorsque les positions représentent plus de 3 % des actions d'une société inscrite et chaque fois qu'elles augmentent de 1 % de plus¹¹. Cette règle a été adoptée à la suite de la prise d'une décision par un tribunal du Royaume-Uni vers l'année 2000 concernant une prise de contrôle. À l'époque, la réglementation en matière d'information exigeait que les investisseurs déclarent des CFD représentant une position sur 3 % ou plus des actions en circulation d'une société inscrite dès que celle-ci était l'objet d'une offre publique¹². Cette exigence d'information favorise la transparence du marché dans le cas où un client accumulerait une importante position CFD courte qui obligerait l'émetteur ou le fournisseur du CFD à couvrir sa position de capital en vendant des titres inscrits empruntés sur le marché des titres inscrits sous-jacents. Comme l'a affirmé le tribunal du Royaume-Uni dans sa décision, une position courte importante a le potentiel de déstabiliser le cours des actions d'une société. La FSA veille à l'application de cette exigence, et a déclaré en 2004 et en 2005 qu'elle avait pris des mesures disciplinaires à l'égard

¹¹ Aux termes du « Module SUP 17.4 » de la FSA, les sociétés autorisées doivent présenter un rapport d'opération pour toutes les opérations réalisées qu'elles doivent déclarer, qu'elles les aient réalisées pour leur propre compte ou pour le compte d'un tiers. Les opérations devant être déclarées (« reportable transactions », au sens de la règle SUP 17.5) comprennent les opérations sur des CFD sur actions.

¹² L'incidence de cette règle a été illustrée lorsque le comité de la FSA a obligé Och-Ziff et Cycladic Capital, des fonds de couverture américains, à révéler leur participation de 19,9 pour cent sous forme de CFD dans Photo-Me International, entreprise du Royaume-Uni qui exploite des photomatons, à la suite de la présentation d'une offre publique d'achat.

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

de membres autorisés qui n'avaient pas présenté des rapports complets et exacts de leurs opérations sur CFD¹³.

Récemment, en octobre 2006, la FSA a publié un document de consultation afin d'obtenir les commentaires des intéressés sur de nouvelles règles en matière de transparence (« Transparency Directive Rules » ou « Policy Statement PS06/11 »). Dans le document, la FSA exposait son intention d'examiner davantage les exigences d'information relatives aux CFD, étant donné que la nécessité de telles exigences, exposée dans sa déclaration de principe, n'avait pas fait l'objet d'un consensus de la part des répondants¹⁴. La FSA continuera à cette fin de communiquer avec le comité chargé des offres publiques d'achat au Royaume-Uni et publiera ses conclusions en juin 2007. Entre-temps, les règles existantes, décrites ci-dessus, continuent de s'appliquer.

4.3 Singapour

En juillet 2006, l'autorité monétaire de Singapour (« Monetary Authority in Singapore » ou « MAS ») a publié un document de consultation sur des règles en matière de couverture pour les CFD en demandant aux intéressés de lui faire part de leurs commentaires. Ce document permet de prendre connaissance, à des fins de comparaison, de l'approche adoptée par des autorités de réglementation d'autres pays à l'égard de l'établissement de règles de couverture pour les CFD. La MAS propose dans son document de formaliser les exigences de couverture minimale pour les CFD en tenant compte : i) de la couverture prescrite par une bourse pour un contrat comparable, sous réserve de plusieurs conditions, ou ii) d'une couverture initial par défaut de 20 % et d'une couverture de maintien de 15 % en l'absence d'un contrat négocié en bourse comparable (voir l'annexe B). Il est précisé que toute insuffisance de la couverture à l'égard d'un CFD doit être comblée le jour suivant.

Dans leurs commentaires, les répondants ont affirmé que la couverture minimale proposée était considérablement plus élevée que la couverture constituant la norme sur les marchés de CFD

¹³ Par exemple, Bear, Sterns International Limited s'est vue imposer, le 22 juillet 2005, une sanction financière de 40 000 livres sterling, et Indigo Capital LLC, le 21 décembre 2004, une sanction financière de 65 000 livres sterling par la FSA pour avoir manqué à leur obligation d'information ou pour avoir fourni de l'information inexacte à la FSA. Les exigences que ces sociétés devaient respecter comprenaient la mise en oeuvre de systèmes d'information appropriés en vue de la surveillance et de la déclaration des positions sur CFD.

¹⁴ Le document décrit les trois échecs du marché potentiels pouvant découler de la non-divulgaration de participations financières :

- la réalisation d'évaluations inefficaces sur le marché des actions en raison d'un manque de symétrie entre les renseignements disponibles;
- le risque de prises de contrôle furtives par des investisseurs prédateurs employant des CFD afin de contourner les exigences d'information applicables aux actionnaires importants;
- l'affaiblissement de la confiance du public dans le marché en raison du manque de transparence sur l'identité d'investisseurs ayant des participations financières non divulguées.

Le document décrit également, à l'égard des échecs du marché potentiels, les coûts et avantages éventuels pouvant découler des trois politiques principales proposées pour y faire face, soit :

- le maintien des exigences réglementaires actuelles;
- le renforcement des exigences d'information actuellement applicables aux actionnaires importants et la prise en main des cas où des porteurs de CFD détiennent effectivement des options implicites sur des actions visées par des opérations de couverture ou des cas où des banques exercent les droits de vote rattachés à des actions conformément aux souhaits des porteurs de CFD;
- l'établissement d'exigences semblables à celles que propose le comité chargé des offres publiques d'achat, aux termes desquelles les porteurs de participations financières dans des actions détenues par l'entremise d'instruments tels que des CFD seraient tenus de divulguer leurs participations.

établis comme ceux du Royaume-Uni et de l'Australie, surtout pour les CFD ne portant pas sur des actions que les répondants avaient l'intention de lancer à Singapour. En ce qui concerne les conditions proposées à l'égard de contrats comparables, certains répondants ont indiqué leur désaccord avec la comparaison entre les CFD et les contrats à terme sur action individuelle, tout en affirmant qu'il serait difficile de trouver un contrat négocié en bourse correspondant exactement à un CFD et que la surveillance continue engendrerait des coûts considérables. Certains répondants ont demandé que les appels de marge puissent être satisfaits dans les deux jours suivant la date de la transaction (T+2), en invoquant des difficultés pratiques.

La MAS est restée sur ses positions en déclarant que les exigences quant à la couverture minimale **sont nécessaires pour éviter l'endettement excessif des investisseurs et, en même temps, pour obliger les participants au marché à voir à un niveau raisonnable de gestion des risques. À Singapour, ces exigences sont jugées particulièrement importantes pour le marché des CFD encore inédit, et leur adoption au Canada serait également justifiée.** Ayant reconnu les préoccupations quant au manque de cohérence entre ses exigences de couverture minimale proposées et celles constituant la norme sur les marchés de CFD établis, la MAS a modifié ses exigences proposées.

Les règles finales en matière de couverture de la MAS établissent des couvertures minimales prescrites distinctes pour les différents types de CFD, en fonction du sous-jacent et des caractéristiques de limitation des risques incorporées au CFD. Les règles prévoient une couverture minimale prescrite à un seul palier (aucune couverture de maintien) pour chaque type de CFD, sans exigence à l'égard de contrats comparables. De plus, les règles précisent que les appels de marge doivent être satisfaits au plus tard dans les deux jours ouvrables (plutôt qu'un seul jour), comme c'est le cas pour les contrats à terme, et minimisent le fardeau de conformité à la réglementation imposé aux courtiers en contrats à terme qui offrent aussi des CFD.

Les taux de la couverture minimale prescrite pour les CFD sur actions varient entre 10 % pour les actions indicielles et 20 % pour les actions autres qu'indicielles. Les règles de la MAS contiennent une disposition unique qui permet des couvertures réduites lorsqu'un ordre stop garanti est incorporé au CFD conclu avec l'émetteur. Le taux de couverture alors applicable aux actions indicielles, par exemple, correspond à 10 % ou au montant à risque, selon le montant le moins élevé. La couverture réduite reflète le même risque de marché et la même couverture qu'une position longue sur action avec option de vente visant le même sous-jacent selon les règles de l'ACCOVAM (des précisions sur les règles de la MAS en matière de couverture sont données à l'annexe B).

4.4 Australie

En septembre 2006, la Bourse de l'Australie a annoncé qu'elle établissait le premier marché mondial pour CFD standardisés, sur le SFE, et a désigné huit maisons de courtage comme fixeurs de prix désignés.

À l'heure actuelle, les volumes des opérations sur CFD sont inconnus en Australie, car les CFD n'y sont négociés que sur les marchés hors bourse. En créant un marché pour les CFD

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

standardisés, la Bourse de l'Australie a affirmé qu'elle améliorerait la transparence et fournirait des services sûrs aux contreparties. « *Les CFD sont l'un des produits qui ont enregistré la croissance la plus rapide sur les marchés financiers au cours des dernières années, et les CFD standardisés qui seront inscrits à la cote du SFE seront les premiers à offrir tous les avantages de la compensation centralisée des contreparties, de la réglementation de première ligne, de l'assurance de liquidité et de l'accès à de multiples courtiers* » [traduction], a déclaré la Bourse de l'Australie lorsqu'elle a annoncé l'inscription des CFD sur le SFE¹⁵.

Il s'agit du premier nouveau produit offert par la Bourse de l'Australie depuis sa fusion avec le SFE en juillet 2006. Les fixeurs de prix désignés sont Commonwealth Bank, Crédit Suisse, IMC Pacific, Optiver Australia, Susquehanna Pacific, UBS Australia, Merrill Lynch et Timber Hill Australia. Le SFE a annoncé que les CFD standardisés inscrits porteront sur une vaste gamme d'actifs, dont des indices boursiers mondiaux et des actions de grandes sociétés australiennes, ainsi que des opérations croisées sur devises et des marchandises clés comme l'or et le pétrole.

Le lancement, prévu pour avril 2007, a été reporté à l'été. La Bourse de l'Australie et le SFE n'ont pas encore annoncé la couverture initiale qu'ils exigeront de la part des courtiers pour leurs CFD. Les courtiers en contrats à terme faisant actuellement affaire sur le SFE prévoient que les couvertures exigées pour les CFD sur action individuelle seront de 4 % ou 5 %. Toutefois, seul le SFE a un pouvoir décisionnel sur cette question. La Australia Securities and Investments Commission n'a à ce jour publié aucune ligne directrice ou politique sur les couvertures jugées « convenables » pour les investisseurs qui sont des particuliers.

Selon la seule information disponible actuellement à ce sujet, la couverture initiale des CFD négociés sur le SFE sera fixée par la chambre de compensation du SFE (« SFE Clearing Corporation » ou « SFECC ») et sera payable le jour de bourse suivant la transaction en fonction d'une position ouverte. De plus, une couverture de variation (de maintien) sera exigée et sera également déterminée par la SFECC au moyen d'un mécanisme de règlement des CFD standardisés.

¹⁵ Voir dans « The Australian », « Bourse is world's first with CFD exchange », Kevin Andusiak, 7 septembre 2006.

5. APPLICATION DES RÈGLES DE L'ACCOVAM EN MATIÈRE DE CAPITAL ET DE COUVERTURE

Au Canada, les contrats de différence sont des produits relativement nouveaux et ne sont pas connus de la plupart des investisseurs et des courtiers en valeurs mobilières. On ne connaît actuellement aucun membre de l'ACCOVAM qui se livre au commerce de CFD avec ses clients. Cette situation devrait changer radicalement compte tenu de l'intérêt marqué qu'ont exprimé les sociétés membres de l'ACCOVAM actuelles et éventuelles qui sont affiliées à des fournisseurs de CFD étrangers désireux de lancer le produit au Canada.

Actuellement, on compte au moins une société inscrite comme courtier sur le marché des valeurs dispensées en Ontario qui participe au placement de CFD par l'entremise de systèmes de négociation exclusifs en ligne. Dans ces cas, le placement se limite aux investisseurs qualifiés et aux marchés hors cote à contrat et se fait par notice d'information ou sommaire de modalités. Étant donné que les personnes inscrites auprès des courtiers sur le marché des valeurs dispensées ne sont pas régies par des règles spécifiques en matière de capital et de couverture, la réglementation ne prévoit pas de couverture minimale prescrite pour les positions CFD ouvertes de clients ou de restrictions en matière d'effet de levier. Ceci illustre une fois de plus l'arbitrage réglementaire (le fait pour des entreprises de déplacer leurs activités vers les marchés possédant la réglementation la moins stricte) à l'égard des règles qui s'appliquent aux courtiers en valeurs mobilières par opposition à celles qui s'appliquent aux courtiers sur le marché des valeurs dispensées pour le même placement de produits, quoique de façon limitée aux investisseurs qualifiés dans le dernier cas.

Les documents destinés aux clients et les documents de marketing que fournit le courtier sur le marché des valeurs dispensées aux investisseurs qualifiés comprennent les modalités contractuelles, ainsi que les déclarations de divulgation des risques qui protègent le courtier dans son rôle de mandataire en cas de perte ou de défaut de l'émetteur au niveau du rendement. Les documents indiquent que les CFD sont des produits spéculatifs ayant un effet de levier très important et comportent un risque beaucoup plus grand que l'opération sur le titre sous-jacent. Le document de divulgation des risques indique que le client peut subir des pertes supérieures au dépôt de couverture requis pour établir et maintenir la position CFD et que le client devrait obtenir un avis de son propre conseiller financier, juridique, fiscal ou autre afin de déterminer si un placement dans les CFD lui convient. Cette question de conduite des affaires est reprise dans la prochaine section du présent document.

5.1 Couverture prescrite

Comme membre de l'ACCOVAM, le placement d'un CFD est examiné dans le contexte des statuts et règlements actuels de l'ACCOVAM qui s'appliquent aux produits semblables aux CFD. Par exemple, la création de contrats à terme sur actions individuelles inscrits par la Bourse constitue un bon départ pour établir les règles de couverture applicables aux CFD, lorsque le produit sous-jacent est une action inscrite. Comme il a été déjà mentionné dans le présent

document, un CFD sur actions comporte à peu près le **même profil de risque** qu'un contrat à terme sur actions individuelles sauf que le CFD présente plus de flexibilité en raison de la quantité et la date d'échéance qui peuvent varier. L'autre différence fondamentale est que les chambres de compensation reconnues garantissent la liquidité des contrats émis et négociés en bourse alors que pour les CFD hors bourse, il n'y a aucune garantie de liquidité. **Le rendement à la liquidation d'une position CFD se limite à la solvabilité de l'émetteur, ce qui représente un risque de placement qui a été entièrement divulgué au client.**

Les règlements de l'ACCOVAM ne contiennent pas toutes les règles de couverture établies par les Bourses pertinentes où les produits dérivés sont négociés. Plutôt, les règles de l'ACCOVAM renvoient aux règles de couverture établies par la Bourse où le produit est inscrit et négocié. Dans le cas des CFD pour les actions inscrites sous-jacentes, il est préférable d'utiliser les règles sur les contrats à terme sur actions individuelles de la Bourse qui ont été publiées en 2001¹⁶. Il est à noter que cette méthode est compatible avec la façon dont l'autorité monétaire de Singapour (*Monetary Authority in Singapore* ou MAS) applique ses règles de couverture pour les CFD, comme il est mentionné précédemment dans le présent document.

Les règles de couverture pour les contrats à terme sur actions individuelles dans un compte client figurent aux articles 9-1, 9-2 et 9-21 du Manuel de la Bourse (où le terme «marge» est utilisé plutôt que «couverture»). Le taux de couverture pour les contrats à terme sur actions individuelles est déterminé par la somme des éléments suivants :

- A) le taux de couverture flottant du produit sous-jacent, et
 - B) le plus élevé de :
 - I) 10 % du taux de couverture flottant¹⁷ du produit sous-jacent; et
 - II) lorsque le taux de couverture flottant du produit sous-jacent est :
 - a) moins de 10 %, 5 %;
 - b) moins de 20 % mais plus élevé ou égal à 10 %, 4 %; ou
 - c) plus élevé ou égal à 20 %, 3 %;
- multipliée par la valeur de règlement quotidienne du contrat à terme.

Les règles de la Bourse exigent qu'une position-client dans des contrats à terme sur actions individuelles ait une couverture établie en fonction d'un taux flottant applicable à l'instrument sous-jacent qui est fixé à des intervalles de couverture réglementaires ou lorsque se produit une violation. Les taux de couverture flottants sont calculés à l'interne par l'ACCOVAM. L'ACCOVAM utilise cette méthode de taux flottants afin d'établir chaque trimestre la liste des titres admissibles à une couverture réduite (que l'on appelle la LTACR) comme par exemple Suncor Énergie Inc. Au 30 septembre 2006, Suncor Énergie avait un taux de couverture flottant de 12,25 %. L'application de la règle de couverture pour les contrats à terme sur actions individuelles décrite précédemment aurait donné un taux de couverture pour le client correspondant à 17,5 % pour cette position dans des contrats à terme. Ce taux de 17,5 % est comparativement plus élevé que les taux actuellement utilisés au Royaume-Uni qui sont de 5 à

¹⁶ La Bourse a lancé ses propres contrats à terme sur actions individuelles en 2001. Le premier contrat inscrit était celui de Nortel Network et a été négocié jusqu'au 20 novembre 2004, date de sa suspension et de son élimination de la liste active des produits négociés à la Bourse. Depuis, il n'y a eu aucune autre inscription de contrats à terme sur actions individuelles négociés à la Bourse.

¹⁷ Se reporter à l'annexe C pour la définition de taux de couverture flottant selon l'article 9 (x) du Règlement 100 de l'ACCOVAM.

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

10 % pour les 100 meilleurs titres de premier ordre négociés à la FTSE, et que le taux de 10 % fixé par l'autorité monétaire de Singapour pour les titres indiciels basés sur les CFD, mais moins élevé que le taux de 20 % pour les contrats à terme sur actions individuelles aux États-Unis.

Dans les cas où on utilise les taux de couverture pour les CFD en fonction des titres sous-jacents comme les titres admissibles autres que les options, les taux de change étrangers et les obligations, les règles de couverture du titre sous-jacent établies dans le Règlement 100 de l'ACCOVAM s'appliquent pour établir la couverture de la position CFD.

5.2 Dépôts de couverture excédentaire / Capital prescrit

En plus de la couverture minimale prescrite par règlement pour les positions CFD ouvertes dans un compte client dont il est fait état précédemment, il peut y avoir des conséquences au niveau du capital prescrit des contreparties entre une société membre de l'ACCOVAM et l'émetteur des CFD. C'est ici que des différences peuvent survenir puisque le dépôt de couverture requis de l'émetteur n'est pas le même que la couverture minimale prescrite par règlement que le client doit respecter avec la société membre à la conclusion de la position CFD.

À moins que les CFD ne soient garantis et compensés par un organisme de compensation reconnu, selon la définition dans les Statuts de l'ACCOVAM (comme la CDCC au Canada), les Règles de l'ACCOVAM ne permettent pas que les taux de couverture de clients soient fondés sur les taux cotés par un émetteur, sauf une bourse ou un organisme de compensation, selon la définition dans les Règles de l'ACCOVAM. Par conséquent, il peut exister une inadéquation entre le montant de la garantie à transférer à l'émetteur et la couverture prescrite par règlement que le client doit respecter envers la société membre. Il n'est pas inhabituel que le dépôt de couverture requis par l'émetteur en garantie des contrats soit moindre que la couverture prescrite par règlement demandée au client. Peu importe les différences de couverture dans de telles situations, ce sont les taux de couverture minimums (sous réserve des taux « maison » plus élevés) exigés par l'ACCOVAM que le client doit respecter envers la société membre à la conclusion de la position dans des contrats¹⁸

Lorsque la garantie de couverture est transférée à l'émetteur, les règles de classification des contreparties de l'ACCOVAM doivent être prises en considération puisqu'il peut en résulter des conséquences négatives au niveau du capital pour la société membre. Il est essentiel pour la société membre de déterminer la bonne classification de la contrepartie de l'émetteur, comme il est indiqué au Formulaire 1 des règles de l'ACCOVAM. Ces catégories de contreparties sont définies dans les notes et directives générales du Formulaire 1 du Manuel de réglementation de

¹⁸ Statut 17 de l'ACCOVAM, article 11 – Tous les membres doivent obtenir des clients et maintenir relativement à leur propre compte une couverture minimum d'un montant conforme aux exigences que le conseil d'administration peut, au besoin, fixer par règlement. Cette couverture minimum doit être utilisée dans les calculs effectués conformément au Formulaire 1.

Une opération sur des CFD hors bourse (y compris les opérations au comptant sur devises) est un placement spéculatif fondé sur un pari avec effet de levier contre la fluctuation des cours lorsque la propriété ou l'utilisation du titre (ou de la devise) sous-jacent ne compte pas. Ces contrats ne sont pas conçus dans le but d'un règlement physique par livraison du titre sous-jacent, ce qui les rend différents des opérations traditionnelles sur les obligations et les actions. Ils devraient être vus différemment afin de déterminer le délai à l'intérieur duquel la couverture du client au moment de la conclusion de la position dans les CFD doit être respectée.

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

l'ACCOVAM et comprennent les catégories suivantes : « institutions agréées », « contreparties agréées », « entités réglementées » et « autres ». Différentes conséquences au niveau de l'imputation du capital s'appliquent à la société membre pour les sommes d'argent du client détenues par l'émetteur ou dues par celui-ci aux clients de la société membre selon la catégorie de la contrepartie de l'émetteur.

Par exemple, si l'émetteur n'est pas admissible comme entité réglementée étrangère/canadienne ou comme institution agréée étrangère/canadienne, les sommes d'argent du client représentant les dépôts de couverture remises à de telles entités sont considérées par la société membre de l'ACCOVAM comme des éléments d'actif non admissibles ou des créances non garanties. Il en résulte donc une imputation du capital de 100 % pour le capital régularisé en fonction du risque excédentaire du membre afin de permettre que les sommes d'argent non garanties soient détenues par l'émetteur hors de son contrôle ou dues par celui-ci.

Si l'émetteur est admissible comme institution agréée canadienne ou étrangère, il n'en résulte pour la société membre aucune conséquence au niveau du capital pour les sommes d'argent ou les garanties détenues par l'émetteur ou dues par celui-ci au client du membre.

Si l'émetteur est admissible comme entité réglementée canadienne ou étrangère, le capital prescrit est limité aux sommes d'argent excédentaires détenues ou dues par l'entité réglementée en excédent de la couverture prescrite réglementaire pour toutes les positions CFD ouvertes. Les sommes d'argent doivent être immédiatement remises à la société membre au plus tard le prochain jour ouvrable ou doivent être comptabilisées comme créance non garantie d'une entité réglementée. Comme la plupart des fournisseurs de CFD sont des émetteurs du Royaume-Uni, il est à noter que l'entité doit être classée par la FSA comme société de « catégorie A »¹⁹ suivant leur régime réglementaire afin d'être admissible comme entité réglementée selon les critères établis dans les directives et définitions de l'ACCOVAM dans le Formulaire 1²⁰.

La raison de cette application plus sévère du capital prescrit s'explique par le fait que du point de vue du risque de la contrepartie, toutes les sociétés membres de l'ACCOVAM doivent faire affaire avec des entités réglementées sur une base valeur contre valeur, sans exception.

¹⁹ En mai 1997, la surveillance des activités bancaires et la surveillance de la réglementation des services de placement ont fusionné dans le Securities and Investments Board (SIB). Le SIB a été changé pour la FSA en octobre 1997. En mai 2000, la FSA a repris le rôle de l'autorité des inscriptions du Royaume-Uni (UK Listing Authority) pour les entités inscrites. (Également par des mesures législatives, FSA a d'autres fonctions de réglementation comme celles d'autorité en valeurs mobilières et en contrats à terme).

Une société de « catégorie A » est considérée comme une grande société dans la catégorie des activités de courtage d'actions et de valeurs mobilières. Cette société est surveillée de plus près et la FSA attribue un surveillant direct à cette catégorie d'inscription.

²⁰ Se reporter à l'Annexe C pour l'application par l'ACCOVAM des critères d'entité réglementée aux membres de la FSA réglementés de « catégorie A ».

6. EXIGENCES QUANT AUX LIVRES COMPTABLES ET À LA CONDUITE DES AFFAIRES

Tous les statuts et règlements de l'ACCOVAM applicables mentionnés dans le présent document doivent être respectés par toutes les sociétés membres de l'ACCOVAM qui fait le commerce des CFD. De plus, les exigences suivantes s'ajoutent aux obligations qu'un membre doit respecter avant d'entreprendre de telles activités commerciales.

6.1 Livres comptables

La plate-forme de négociation en ligne, dont les systèmes de comptabilité du courtage qu'utilise une société membre, doit respecter les exigences minimales relatives aux livres comptables indiquées à l'article 2 du Règlement 100, plus particulièrement ce qui suit :

- les rapports sur les pertes et les profits et les rapports sur l'avoir net du client dans le compte qui permettent au membre de surveiller les pertes cumulatives du client;
- un système d'enregistrement des ordres qui peut saisir et sauvegarder le détail des activités relatives à l'enregistrement des ordres du client de détail, y compris le type d'ordres, la date et le tampon de l'heure.

Le fournisseur du système de gestion des risques et du commerce des CFD pour lequel le membre de l'ACCOVAM a une licence d'utilisation doit retenir les services de vérificateurs externes qui seront appelés à donner une opinion de vérification annuelle sur les contrôles de l'environnement informatique sous la forme prescrite par l'article 5970 du Manuel de l'ICCA ou une norme internationale de rapport sur la vérification équivalente.

6.2 Ouverture de compte et dispense d'évaluation de la convenance

Comme condition préalable à la dispense prévue au Principe directeur 9A de l'ACCOVAM, le membre qui fait le commerce des CFD en ligne doit avoir une personne inscrite qualifiée en charge de la surveillance des contrats à terme et des politiques et procédures écrites détaillées que l'ACCOVAM juge satisfaisantes²¹, y compris l'inscription applicable (par exemple la double inscription pour les valeurs mobilières et les contrats à terme) pour tout le personnel qui s'occupe de l'exécution d'une opération avec le public.

De plus, les exigences spécifiques suivantes s'appliquent :

- Les documents de divulgation des risques applicables et les renonciations à la convenance du client qui sont remis doivent être sous une forme que l'ACCOVAM juge acceptable.

²¹ Les dispenses d'évaluation de la convenance suivant le Principe directeur 9A ont été accordées en priorité aux membres de l'ACCOVAM. Il s'agit de dispenses relatives aux services de la négociation chargés de l'exécution des ordres offerts dans une division ou une entité distincte. Ceci comprend tant les valeurs mobilières que les contrats à terme.

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

- Les politiques et procédures de la société doivent, entre autres, évaluer la profondeur des connaissances en placement et l'expérience en négociation du client avant que l'ouverture d'un compte ne soit autorisée²².
- La relation et les responsabilités, y compris les conflits d'intérêt entre l'émetteur et le courtier, doivent être intégralement divulguées au client et reconnues par écrit.
- Les paramètres de pertes cumulatives pour chaque compte d'un client doivent être établis.

6.3 Couvertures prescrites du client

Comme il est décrit dans le présent document, les règles de couverture de l'ACCOVAM qui régissent les CFD sont fondées sur les taux de couverture établis dans le Règlement 100 applicables au titre (ou à la devise) sous-jacent dans lequel le CFD est créé. Pour les titres de participation et les indices inscrits canadiens et américains, les règles de couverture de la Bourse pour des contrats à terme sur actions individuelles peuvent s'appliquer avec un taux minimal plancher de 15 %.

Étant donné le caractère unique des CFD hors bourse (y compris les opérations au comptant sur devises) comme produits qui sont différents des opérations sur actions et obligations traditionnelles, il ne convient pas d'utiliser les couvertures prescrites en fonction d'une date « de règlement ». Le fait que ces types de contrats hors bourse ne feront jamais l'objet d'un règlement physique à la livraison du titre (ou de la devise) sous-jacent les rend très différents et nécessite des lignes directrices spécifiques étant donné la situation. Pour les CFD (y compris les opérations au comptant sur devises), **la collecte des dépôts sur marge auprès des clients de détail doit se faire au moment de la conclusion du contrat**, ce qui comprend la collecte rapide des appels de marge, au besoin, advenant des fluctuations du marché défavorables. Pour les comptes institutionnels qui respectent les critères de contrepartie agréée selon les Directives générales et définitions de l'ACCOVAM figurant dans le formulaire 1, la couverture prescrite représente l'insuffisance de l'évaluation au cours du marché dans le compte.

Les règles sur la concentration dans un seul compte et un contrat global sont considérées s'appliquer de la même manière que pour les positions dans des contrats à terme cotés en Bourse.

6.4 Opération d'initié

Il n'existe actuellement aucune surveillance du marché ou structure de déclaration en place pour la négociation des CFD hors bourse dans des actions cotées au Canada. Au moment de l'ouverture d'un compte, tous les clients éventuels doivent déclarer s'ils sont ou non des initiés. D'après ces renseignements, la société membre doit mettre en place les contrôles appropriés pour empêcher la négociation des CFD relativement à des titres sous-jacents à l'égard desquels le client est un initié.

²² Il s'agit actuellement d'une exigence imposée par la FSA au Royaume-Uni. Se reporter à l'Annexe D pour un exemple de document de procédures internes régissant l'évaluation de l'ouverture du compte du client par un émetteur de CFD au Royaume-Uni.

En l'absence d'un régime de surveillance du marché et dans le but d'empêcher l'arbitrage réglementaire du marché pour les CFD négociés au Canada, aucune société membre ne devrait permettre à un client (y compris les inventaires) de détenir plus de ½ % du flottant représentant une participation cumulative dans une position CFD intrajournalière ou reconduite²³.

6.5 Lutte contre le blanchiment d'argent

Les opérations au comptant sur devises et les opérations sur les CFD hors bourse sont perçues par les autorités chargées de l'application des lois au Canada et à l'étranger comme un moyen répandu de faire blanchir par le secteur des valeurs mobilières l'argent provenant d'activités illégales. Toutes les sociétés membres, spécialement celles qui effectuent des opérations au comptant sur devises et des opérations sur les CFD, doivent être à l'affût de ces actes et s'assurer que les procédures d'ouverture de compte appropriées et la surveillance des opérations dans les comptes sont en place pour déceler les opérations douteuses et en faire rapport aux autorités chargées de l'application des lois.

6.6 Autres dispositions

Les sociétés membres devraient également examiner un rapport définitif du Comité de révision de la Loi sur la vente à terme sur marchandises déposé à l'Assemblée législative de l'Ontario le mercredi 26 mars 2007. Le Comité demande pour la réglementation en matière d'instruments dérivés l'adoption d'une approche fondée sur des principes.

On s'attendrait à ce que les produits hors bourse comme les CFD et les contrats au comptant sur devises visant des investisseurs de détail soient régis par les principes de réglementation proposés. Il s'agirait d'un grand pas en avant dans la résolution du problème de l'arbitrage réglementaire qui existe actuellement en Ontario. Grâce à des normes de réglementation définies qui sont exposées dans la présente étude, les entités non inscrites qui se livrent au commerce de détail de contrats au comptant sur devises avec des résidents de l'Ontario recevraient le même traitement que les sociétés membres de l'ACCOVAM qui se livrent à la même activité.

²³ Au Royaume-Uni, il est exigé que toute accumulation de positions CFD qui excède 3 % (et en tranche de 1 %) de l'avoir dans un titre soit déclarée à la FSA afin de surveiller les manipulations du marché et la déstabilisation advenant une offre publique d'achat.

ANNEXE A — RÉSULTATS D'UNE RECHERCHE DE FOURNISSEURS DE CFD SUR INTERNET

Barclays Dealers
City Credit Capital
City Index
CMC Markets
FAST CFD
GCI Trading
GFT Global Markets UK
Global Trader
GNI Touch
Green CFD
Interactive Investor
IG Markets
Tradegate
gtltrading.com
cmgtrading.com
Saxo Bank
Sonray Capital Markets
Macquarie Bank
Marketech
Man Financial
Phillip Securities
Foreign Exchange Clearing House Ltd
Panafex, Ltd.

Analyse de la réglementation applicable aux contrats de différence (CFD)

ANNEXE B — RÈGLES DE COUVERTURE LA MONETARY AUTHORITY OF SINGAPORE (MSA) APPLICABLES AUX CFD NÉGOCIÉS HORS BOURSE

TYPES DE CFD	COUVERTURE MINIMALE PRESCRITE
CFD sur actions :	i) 10 % pour des actions indicielles ii) 20 % pour des actions autres qu'indicielles
CFD indiciels :	5 %
CFD sur devises :	2 %
CFD avec ordre stop non garanti : CFD avec ordre stop garanti :	Le moindre des montants suivants : i) montant à risque + 30 % de la couverture habituelle; ii) couverture habituelle Le moindre des montants suivants : i) montant à risque + 10 % si le CFD est sujet à un rajustement pour tenir compte de dividendes, d'intérêts ou de commissions; ii) couverture habituelle où « montant à risque » signifie la perte maximale que peut subir un client en fonction de la différence entre le cours du contrat et le cours de l'ordre stop; « couverture habituelle » signifie la couverture minimale exigée pour les CFD sans ordre stop; « ordre stop » signifie un mécanisme rattaché à une position CFD ouverte prévoyant la liquidation du CFD dès que le cours atteint le seuil déterminé.
Tout autre CFD	20 %

ANNEXE C — EXTRAIT DE L'ARTICLE 9(X) DU RÈGLEMENT 100 DE L'ACCOVAM

Par « taux de couverture flottant », on entend :

(A) le dernier intervalle de couverture réglementaire calculé, en vigueur pendant la période de rajustement normale ou jusqu'à ce qu'une violation se produise, ce taux devant être rajusté à la date de rajustement normale pour correspondre à l'intervalle de couverture réglementaire calculé déterminé à cette date; ou

(B) s'il y a violation, le dernier intervalle de couverture réglementaire calculé déterminé à la date de la violation, applicable pendant une période minimale de vingt jours de bourse, ce taux devant être rajusté à la fermeture du vingtième jour de bourse, pour correspondre à l'intervalle de couverture réglementaire calculé à pareille date, si le rajustement donne un taux de couverture moins élevé.

Aux fins de la présente définition, par « date de rajustement normale », on entend la date suivant la dernière date de rajustement lorsque le nombre maximal de jours de bourse de la période de rajustement normale est écoulé.

Aux fins de la présente définition, par « période de rajustement normale », on entend la période normale entre les rajustements de taux de couverture. Cette période est déterminée par les organismes d'autoréglementation canadiens ayant la responsabilité de réglementer les membres et elle ne doit pas comporter plus de 60 jours de bourse.

Aux fins de la présente définition, « intervalle de couverture réglementaire », lorsqu'il est calculé, désigne le produit des trois éléments suivants :

(C) l'écart type maximal des fluctuations en pourcentage des cours de clôture quotidiens pendant les 20, 90 et 260 jours de bourse les plus récents;

(D) 3 (pour un intervalle de confiance de 99 %); et

(E) la racine carrée de 2 (pour deux jours de couverture²⁴);

arrondi au prochain quart de pour cent.

Aux fins de la présente définition, la « violation » désigne la situation où la fluctuation en pourcentage maximale sur un jour ou 2 des cours de clôture quotidiens dépasse le taux de couverture.

²⁴ Dans le cas d'actions de la Liste des titres admissibles à une couverture réduite, la couverture peut être pour 2, 3 ou 4 jours, selon le volume négocié et le flottant des actions inscrites.

ANNEXE D — CRITÈRES DE L'ACCOVAM APPLIQUÉS AUX SOCIÉTÉS DE CATÉGORIE A MEMBRES DE LA FSA

Les critères dont se sont servi les membres du personnel de l'ACCOVAM pour déterminer si les sociétés membres de catégorie A de la FSA sont des « associations reconnues » au sens des Directives générales et Définitions du Formulaire 1 de l'ACCOVAM sont décrits ci-dessous.

Examen

1. *La FSA maintient-elle un régime de protection des investisseurs équivalant au Fonds canadien de protection des épargnants (« FCPE ») ou est-elle membre d'un tel régime?*

La FSA maintient un régime de protection des investisseurs qui semble correspondre au FCPE : le Financial Services Compensation Scheme (le « FSCS »). Le FSCS a été créé le 1^{er} décembre 2001 lorsque la loi intitulée *Financial Services and Markets Act 2000* est entrée en vigueur, et sert de « filet de sécurité » pour les clients des sociétés autorisées. Le FSCS protège les clients lorsqu'une société autorisée est en défaut et est incapable ou est susceptible d'être incapable de régler les réclamations présentées par ses clients. Le FSCS paie 100 % de la première tranche de 30 000 £ d'une réclamation valide et 90 % de la tranche suivante de 20 000 £, jusqu'à concurrence d'un total de 48 000 £ par client.

2. *La bourse ou l'association exige-t-elle la séparation par ses membres des titres payés en entier des clients?*

La FSA, dans ses règles en matière de garde portant sur la séparation, l'enregistrement, l'immatriculation et la détention des actifs de clients, fait la distinction entre les placements en garde protégée et les actifs en garde.

Les placements en garde protégée sont des placements désignés que reçoit ou détient une société membre pour le compte d'un client, et les actifs en garde comprennent à la fois des placements désignés et tous les autres actifs que détient une société membre pour le compte d'un client. La société ne peut employer un placement en garde protégée d'un client sans avoir obtenu au préalable son consentement écrit, auquel cas une convention est conclue entre la société et le client. La société doit séparer les placements en garde protégée de ses propres placements.

Les relevés des clients doivent indiquer séparément les actifs détenus au nom du client et les actifs immatriculés au nom de la société (avec la permission du client) et les actifs en garde qui ont été donnés en gage à des tiers (avec la permission écrite du client), ainsi que leur valeur marchande.

Les règles semblent avoir principalement pour but de limiter le mélange des placements en garde des clients et les placements de la société afin d'éviter que la société n'utilise des actifs sans le consentement d'un client ou d'en minimiser le risque. De plus, la FSA

exige que les sociétés effectuent une évaluation des risques associés aux dépositaires à qui elles confient les actifs de leurs clients.

3. *La FSA a-t-elle des règles et des méthodes particulières pour la séparation des soldes créditeurs des clients? La FSA a-t-elle un mécanisme semblable à l'État D contenu dans les Rapport et questionnaire financiers réglementaires uniformes de l'ACCOVAM?*

La FSA a établi des règles particulières pour la séparation des fonds des clients. En bref, tous les membres de la FSA sont tenus de respecter les règles de la FSA concernant les fonds des clients, mais les clients « experts » (investisseurs qualifiés) peuvent expressément renoncer à l'application de ces règles et à la protection qu'elles confèrent.

La règle visant les fonds des clients exige que les fonds des clients soient conservés séparément des fonds de la société. Cette séparation est essentielle, dans le cas où une société serait en défaut, au fonctionnement efficace de la fiducie créée par la loi pour protéger les fonds des clients. Le compte d'un client ne doit contenir que les sommes requises pour garder ses positions ouvertes, les intérêts et les sommes placées temporairement. Les membres sont tenus de surveiller l'application de la règle de séparation et de passer les comptes au peigne fin quotidiennement afin de s'assurer que le montant des fonds détenus dans les comptes séparés est supérieur aux sommes dues aux clients.

La FSA n'a aucun mécanisme équivalant à l'État D.

4. *La FSA a-t-elle des règles concernant les couvertures que peuvent exiger les sociétés membres pour les comptes des clients?*

La FSA a établi des règles concernant les couvertures, qui sont énoncées dans son manuel. La couverture que peut exiger une société membre dépend des ressources disponibles (qui sont liées à l'exigence de ressources financières et à la stratégie de gestion des risques mentionnées ci-dessous).

5. *La FSA exige-t-elle des rapports financiers périodiques, procède-t-elle à des inspections régulières de ses membres et vérifie-t-elle régulièrement le capital réglementaire de ses membres?*

Les membres de la FSA sont assujettis à des règles de prudence au Royaume-Uni, qui les obligent à maintenir des ressources financières adéquates pour respecter l'exigence quant aux ressources financières prescrites.

Les ressources financières prescrites sont calculées en fonction des règles énoncées dans le manuel de la FSA. En bref, les membres doivent évaluer le risque associé à la position, le risque associé à la contrepartie et le risque de crédit, notamment, et s'assurer que leurs réserves financières sont toujours supérieures aux ressources financières prescrites.

La FSA exige que des rapports lui soient remis à la fin de chaque mois précisant les ressources financières prescrites et les ressources disponibles. De plus, elle exige que lui

soit présenté un rapport annuel préparé par les vérificateurs externes de ses membres, qui doivent confirmer que les règles ont été respectées durant l'année.

La FSA emploie une formule de calcul des risques pour classer les sociétés et les évaluer afin de déterminer la nature et la fréquence des inspections sur place devant y être effectuées.

Classement de la société = probabilité (de l'occurrence d'un problème) x incidence (du problème, le cas échéant)

Un exemple de la méthode de pondération des risques employée est donné ci-dessous.

Objectif de la réglementation	Incidence d'un problème éventuel	Probabilité d'un problème éventuel
Confiance dans le marché	Moyenne à élevée	Moyenne à faible
Sensibilisation du public	Moyenne à élevée	Faible
Protection des consommateurs	Moyenne à élevée	Moyenne à faible
Réduction des crimes de nature financière	Moyenne à élevée	Faible

La fréquence des inspections sur place devant être effectuées est déterminée en fonction de la pondération des risques associés à la société (dans l'exemple ci-dessus, une société de catégorie A, après avoir été l'objet d'une inspection sur place en août 2005, ne serait l'objet d'une autre inspection sur place qu'en août 2007).

Rapport financier mensuel exigé par la FSA

En réponse à la question 5 ci-dessus, la société de catégorie A doit présenter tous les mois à la FSA un bilan et un état des résultats. Elle doit y indiquer les calculs effectués pour déterminer l'excédent par rapport aux ressources financières prescrites. Les ressources financières prescrites correspondent au capital-actions ou au placement initial dans la société, déduction faite de rajustements à l'égard de certains éléments du bilan liés à la liquidité variant entre 8 % et 100 % de la valeur de ces éléments. Des exemples de ces éléments sont les actifs incorporels illiquides et les profits ou pertes annuels jusqu'à ce jour employés pour déterminer les ressources financières disponibles.

Comme il est indiqué en réponse à la question 5 ci-dessus, les calculs quant aux divers types de risques (risque associé à la position, risque de change, risque associé à la contrepartie, risque associé à une forte exposition à une contrepartie ou un émetteur (risque de concentration) et risque associé aux rapprochements de comptes) doivent être inclus dans les rapports déposés. Les risques calculés sont ensuite déduits des ressources financières disponibles.

Il a été précisé que la formule employée pour le calcul des risques repose sur les règles de l'accord de Bâle et les directives de l'Union européenne.

Signaux précurseurs

Un signal précurseur est déclenché à l'égard d'une société (l'un des signaux précurseurs prévus par le système) lorsque ses ressources financières prescrites représentent moins de 110 % de ses ressources financières. La société doit alors informer la FSA des mesures qu'elle prend pour régler le problème et des mesures qu'elle prendra pour voir à ce que les exigences quant au capital soient respectées à l'avenir. La FSA n'impose actuellement aucune pénalité ou sanction particulière.

États financiers vérifiés

Les sociétés membres doivent déposer tous les ans leurs états financiers vérifiés auprès de la FSA.

ANNEXE E — EXTRAIT D’UN ÉNONCÉ DE POLITIQUE INTERNE D’UN ÉMETTEUR DE CFD ROYAUME-UNI

[TRADUCTION]

Il y a lieu de refuser une demande d’ouverture de compte immédiatement si le client ne peut démontrer qu’il possède suffisamment de connaissances et d’expérience en négociation de titres. Pour que l’ouverture d’un compte soit autorisée, la demande d’ouverture doit comprendre un questionnaire de classement, que le représentant aura dûment rempli lors d’une conversation téléphonique avec le client. Pour qu’un demandeur soit classé comme client intermédiaire, il doit répondre aux critères suivants :

- Il doit posséder au moins six mois d’expérience en négociation de titres et avoir effectué plus de cinquante opérations sur chacun des produits qu’il souhaite négocier auprès de nous (par exemple, six mois d’expérience et cinquante opérations sur devises pour être autorisé à effectuer des opérations sur devises ET six mois d’expérience et cinquante opérations sur actions, CFD ou écarts s’il souhaite également être autorisé à effectuer des opérations sur des CFD sur actions).
 - S’il a effectué des opérations sur un certain instrument, il doit déclarer le temps qu’il y a consacré.
 - S’il a effectué des opérations sur un certain instrument, il doit préciser le nombre moyen d’opérations et leur taille moyenne.
 - S’il a effectué des opérations sur un certain instrument, il doit préciser le nom de la société avec laquelle il a effectué les opérations.
 - Il doit confirmer par écrit si les opérations réalisées sur chaque produit étaient ou non des opérations exécutées sans conseils.
- La société n’accepte d’ouvrir des comptes que pour les demandeurs ayant réalisé leurs opérations antérieures en tant qu’opérations exécutées sans conseils. Aucune exception n’est tolérée.**
- Le client doit alors répondre à une série de questions sur les produits qu’il souhaite négocier. Il doit répondre dans l’affirmative à toutes les questions pour confirmer qu’il comprend la nature et les risques de chaque produit.
 - Le demandeur doit également confirmer qu’il comprend la nature des opérations sur marge et les risques qui y sont associés.
 - Le personnel d’administration des ventes doit vérifier que les produits qu’a encadrés le représentant sur le document de classement sont convenables compte tenu de l’expérience du client.
- Si vous avez quelque doute que ce soit au sujet de l’expérience en négociation de titres d’un client, vous pouvez demander à voir ses relevés d’opérations.**

L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières est l'organisme national d'autoréglementation du secteur des valeurs mobilières. L'ACCOVAM a pour mission de protéger les investisseurs, de favoriser l'intégrité du marché et d'accroître l'efficacité et la compétitivité des marchés des capitaux canadiens.

Site Web

www.accovam.ca

Ligne info-plaintes

877 442-4322

Calgary

Bureau 2300, 355, 4e Avenue S.O.

Calgary (Alberta) T2P 0J1

Tél. : 403 262-6393 Téléc. : 403 265-4603

Montréal

Bureau 2802, 1, Place Ville Marie

Montréal (Québec) H3B 4R4

Tél. : 514 878-2854 Téléc. : 514 878-3860

Toronto

Bureau 1600, 121, rue King Ouest

Toronto (Ontario) M5H 3T9

Tél. : 416 354-6133 Téléc. : 416 364-0753

Vancouver

Royal Center

1055, rue Georgia Ouest

Bureau 2800

C.P. 11164

Vancouver (Colombie-Britannique) V6B 4N9

Tél. : 604 683-6222 Téléc. : 604 683-3491