

Bulletin Valeurs mobilières, fusions et acquisitions

Novembre 2009

Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l.

La CVMO émet un avis du personnel au sujet des placements de contrats sur différence

Auteurs : Geoff A. Clarke, Brad A. Freelan, Daniel Fuke et Pierre-Yves Châtillon

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « **CVMO** ») a récemment émis l'avis du personnel 91-702 – *Offerings of Contracts for Difference and Foreign Exchange Contracts to Investors in Ontario* (Placements de contrats sur différence et de contrats de change auprès d'investisseurs en Ontario) (l'« **avis** »). Cet avis a été émis en réponse à des demandes de renseignements de participants au marché au sujet de l'application des lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario au placement d'instruments dérivés hors bourse (les « **instruments dérivés hors bourse** »), et notamment au sujet d'un produit financier connu le nom de « contrat sur différence » (*contract for difference*) (individuellement, un « **CFD** »). La CVMO a conclu que les CFD sont des « valeurs mobilières » au sens de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) (la « **Loi** ») et qu'à moins de bénéficier d'une dispense, les émetteurs de CFD qui souhaitent placer des CFD auprès d'investisseurs en Ontario sont tenus de satisfaire aux exigences d'inscription et de prospectus des lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario.

L'avis a pour objectif d'établir des lignes directrices provisoires en attendant l'élaboration, par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, d'une approche harmonisée pour la réglementation des instruments dérivés hors bourse et (ou) l'adoption d'une nouvelle loi ou d'une loi révisée, ontarienne ou fédérale, sur les instruments dérivés.

Qu'est-ce que les CFD?

Les CFD sont des instruments dérivés permettant à un investisseur d'obtenir une exposition économique à un actif sous-jacent, comme une action, une obligation, un indice, une devise ou une marchandise, sans acquérir la propriété de l'actif sous-jacent. Un CFD est un contrat de gré à gré qui crée, entre un investisseur et un émetteur de CFD, des obligations de paiement futur fondées sur les fluctuations du cours de l'actif sous-jacent. Les investisseurs peuvent prendre des positions acheteur (ou vendeur) relativement à l'actif sous-jacent et réaliser ainsi un gain (ou une perte) en cas de hausse du cours de l'actif sous-jacent¹.

Puisqu'ils ne sont pas normalisés et qu'ils ne sont pas négociés en bourse au Canada, les CFD diffèrent des contrats à terme standardisés² et se comparent

¹ Le résultat sera inversé en cas de baisse du cours de l'actif sous-jacent.

² Un contrat à terme standardisé est un contrat aux termes duquel le vendeur convient de livrer une marchandise ou un instrument financier à une date et à un prix déterminés d'avance. Un contrat à terme standardisé est négocié à la cote d'une bourse reconnue et les modalités d'un contrat à terme standardisé sont normalisées par la bourse en question.

Vancouver

Calgary

Toronto

Ottawa

Montréal

Québec

Londres

Paris

Johannesburg

www.fasken.com

davantage aux contrats à terme de gré à gré³. De plus, contrairement aux contrats à terme standardisés négociés en bourse ou aux opérations d'achat ou de vente d'actions inscrites à la cote d'une bourse, les CFD et les contrats à terme de gré à gré peuvent exposer les investisseurs à un risque de contrepartie puisqu'ils ne sont pas réglés par l'intermédiaire d'une chambre de compensation centrale. Cependant, à la différence des contrats à terme de gré à gré, les CFD ne sont pas assortis d'une date d'expiration fixe et sont réglés exclusivement au comptant plutôt qu'au moyen de la livraison physique de l'actif sous-jacent. De plus, les CFD diffèrent des contrats à terme de gré à gré du fait qu'ils sont évalués quotidiennement à la valeur du marché (à l'instar des contrats à terme standardisés), ce qui réduit le risque de contrepartie.

Prêts sur marge et prêts synthétiques

L'une des principales caractéristiques d'un placement dans les CFD réside dans le fait que les « marges » requises sont généralement peu élevées. Il n'est pas rare qu'un courtier consente un prêt à un investisseur en vue de l'achat d'une action. L'investisseur peut ainsi acheter une action sans utiliser son capital comme unique source de fonds pour financer l'achat (c'est ce qu'on appelle un « prêt sur marge » ou un « achat sur marge »). Dans le cas des CFD, la « marge » désigne plutôt le capital qu'un investisseur doit fournir à l'émetteur de CFD en vue de conclure le CFD. Par conséquent, aucun prêt n'est consenti relativement à un CFD, et la « marge » correspond plutôt au capital que l'investisseur doit maintenir dans son compte relativement au CFD. La « marge » vise à protéger l'émetteur de CFD des fluctuations du cours de l'actif sous-jacent qui occasionnent des pertes pour l'investisseur (et un

risque de crédit pour l'émetteur de CFD et le fournisseur de compte)⁴. En raison de la faible « marge » requise pour un CFD (en comparaison du prix d'achat de l'action sous-jacente), les investisseurs qui souscrivent des CFD peuvent obtenir des rendements (positifs ou négatifs) supérieurs à ceux d'un placement dans l'actif sous-jacent (même si cet actif est acheté sur marge). Par conséquent, pour les investisseurs, les CFD peuvent occasionner des gains plus importants ou des pertes plus lourdes avec un capital initial moins élevé. Les CFD sont donc susceptibles d'intéresser les investisseurs qui souhaitent se protéger contre certains risques financiers ou effectuer un placement spéculatif à court terme, à potentiel de rendement élevé, sur la direction des fluctuations des prix à court terme.

Les CFD au Canada

Les CFD sont actuellement offerts dans un certain nombre de territoires étrangers. Ils sont également offerts aux investisseurs canadiens, y compris aux épargnants, par l'intermédiaire de sites Internet exploités par des fournisseurs de CFD. La CVMO est d'avis que les CFD posent de nombreux problèmes en matière de protection des investisseurs, notamment des problèmes liés à : l'utilisation d'une marge ou d'un levier financier; la complexité des CFD et le caractère adéquat des documents d'information; l'évaluation de la convenance au client effectuée par les fournisseurs de CFD; et le risque de contrepartie.

Compte tenu des caractéristiques des CFD (lesquels permettent à un investisseur de simuler un placement direct dans un actif sous-jacent – habituellement une action ordinaire inscrite en bourse – à un coût moindre et avec un potentiel de rendement plus élevé), la CVMO est d'avis que les courtiers qui négocient ou émettent des CFD devraient être des « courtiers en placement » et, qu'à ce titre, ils devraient obligatoirement être membres de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs

³ Un contrat à terme de gré à gré est un contrat aux termes duquel le vendeur convient de livrer une marchandise ou un instrument financier à une date et à un prix déterminés d'avance. Les modalités d'un contrat à terme de gré à gré ne sont pas normalisées, mais sont plutôt négociées au moment de la conclusion du contrat. La négociation des contrats à terme de gré à gré, le cas échéant, s'effectue sur le marché hors bourse et, par conséquent, il pourrait n'y avoir aucun marché secondaire ou qu'un marché secondaire restreint pour les contrats à terme de gré à gré.

⁴ Si l'investisseur subit des pertes sur son CFD, l'émetteur de CFD lui demandera d'accroître sa marge pour couvrir d'autres pertes éventuelles.

mobilières (l'« OCRCVM »). À titre de courtier inscrit et de membre de l'OCRCVM, le fournisseur de CFD est tenu de respecter certains taux de marge minimums prescrits pour les CFD et certaines obligations en matière de connaissance du client et de convenance au client.⁵

Puisque la divulgation de l'actif sous-jacent fait partie des renseignements importants concernant un CFD et que l'émetteur du titre ou de l'actif sous-jacent n'est pas partie au CFD, la CVMO reconnaît que les exigences de prospectus pourraient ne pas être adaptées aux placements de CFD et elle pourra accorder des dispenses lorsque, notamment, les investisseurs reçoivent un document qui décrit le produit et explique les risques associés à un placement dans un tel produit. La CVMO a accordé une telle dispense à CMC Markets UK et Marchés CMC Canada le 8 octobre 2009⁶ et elle examinera au cas par cas les autres demandes de dispense qui lui seront soumises. Il faut toutefois souligner que les investisseurs qui souscrivent des CFD offerts aux termes de ces dispenses ne bénéficieront pas des renseignements détaillés et récents que l'on trouve dans un prospectus ni des droits dont bénéficient les souscripteurs de titres offerts aux termes d'un prospectus. De plus, les titulaires de CFD ne pourront profiter des mécanismes ou des protections habituels

prévus par les lois sur les sociétés, notamment pour ce qui est de l'exercice des droits de vote rattachés aux actions, de l'exercice de recours en cas d'abus ou de l'exercice de droits à la dissidence.

Dans son avis, la CVMO rappelle également aux participants au marché que les interdictions relatives aux opérations d'initiés et aux tuyaux que l'on trouve dans la Loi s'appliquent aux opérations sur les CFD. Ainsi, les initiés d'un émetteur assujéti et toute autre personne ayant des rapports particuliers avec un émetteur assujéti doivent s'abstenir d'acheter (ou de vendre) des CFD portant, directement ou indirectement, sur des titres de cet émetteur assujéti si l'investisseur a connaissance d'informations importantes qui n'ont pas été divulguées publiquement. Enfin, les exigences en matière de déclarations d'initiés sur le système électronique de déclarations d'initiés (SEDI) s'appliqueront également à certaines opérations d'initiés portant sur des CFD.

Pour obtenir de plus amples renseignements sur le sujet du présent bulletin, veuillez communiquer avec les auteurs ou tout membre du Groupe Valeurs mobilières, fusions et acquisitions de Fasken Martineau.

Geoff A. Clarke
416 868 3524
gclarke@fasken.com

Brad A. Freelan
416 868 3506
bfreelan@fasken.com

Daniel Fuke
416 865 4436
dfuke@fasken.com

Pierre-Yves Châtillon
514 397 5173
pchatillon@fasken.com

⁵ Les règles de l'OCRCVM dispensent les courtiers membres qui fournissent uniquement des services de courtier exécutant, notamment des services de courtage à escompte, de l'obligation de déterminer si chaque opération est appropriée pour le client, mais elles exigent qu'une évaluation initiale de la convenance au client soit effectuée.

⁶ La décision rendue dans ces circonstances prévoit également que CMC Markets UK et Marchés CMC Canada devront placer des CFD conformément aux règles et aux règlements de la *Loi sur les instruments dérivés* (Québec) et de l'Autorité des marchés financiers (dans la mesure où ces règles et règlements ne sont pas incompatibles avec les lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario, les règles de l'OCRCVM et les pratiques acceptables). Cette décision est disponible, en anglais seulement, sur le site de la CVMO à l'adresse suivante : http://osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_ord_20091016_22_4_CMCMarketsUK%20.jsp. Se reporter également à la décision n° 2009-PDG-0062 de l'Autorité des marchés financiers

Groupe Valeurs mobilières, fusions et acquisitions

Vancouver

Lata Casciano
604 631 4746
lcasciano@fasken.com

Calgary

R. Greg Powers Q.C.
403 261 6148
gpowers@fasken.com

Toronto

Richard J. Steinberg*
416 865 5443
rsteinberg@fasken.com

Ottawa

Virginia K. Schweitzer
613 236 3882
vschweitzer@fasken.com

Montréal

Peter Villani
514 397 4316
pvillani@fasken.com

Londres

David Smith
+44 207 917 8510
dsmith@fasken.co.uk

Al Gourley
+44 207 917 8671
agourley@fasken.co.uk

* Chef du groupe de pratique

Ce bulletin se veut un outil d'information à l'intention de nos clients sur les récents développements en droit provincial, national et international. Les articles présentés ne constituent pas des avis juridiques; aucun lecteur ne devrait agir sur le fondement de ces articles sans avoir consulté auparavant un avocat, qui saura analyser sa situation particulière et lui fournir des conseils appropriés. Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l. est une société à responsabilité limitée et comprend des sociétés juridiques.

© 2009 Fasken Martineau DuMoulin S.E.N.C.R.L., s.r.l.

Vancouver

604 631 3131
vancouver@fasken.com

Londres

44 (0)20 7917 8500
london@fasken.co.uk

Calgary

403 261 5350
calgary@fasken.com

Paris

33 1 44 94 9698
paris@fasken.com

Toronto

416 366 8381
toronto@fasken.com

Johannesburg

27 11 685 0800
johannesburg@fasken.com

Ottawa

613 236 3882
ottawa@fasken.com

Montréal

514 397 7400
montreal@fasken.com

Québec

418 640 2000
quebeccity@fasken.com