

ASSOCIATION CANADIENNE DES JURISTES-TRADUCTEURS

Bulletin de terminologie n° 13 (juin 2006)

Late trading et market timing

Termes connexes : *forward pricing* et *short-term trading*

Anglais	Français
Late trading	Opération hors délai Opération après la fermeture du marché
Market timing	Anticipation du marché (ou des marchés) Arbitrage sur la valeur liquidative
Short-term trading	Opérations à court terme

LATE TRADING

Description

Le Règlement 81-101, *Régime de prospectus des organismes de placement collectif* (le « Règlement 81-101 ») et le Règlement 81-102, *Organismes de placement collectif* (le « Règlement 81-102 ») consacrent le principe du *forward pricing*, que l'on pourrait traduire par « établissement prospectif des prix »¹.

Selon ce principe, le prix d'émission et le prix de rachat des titres d'un OPC reposent sur la valeur liquidative par titre calculée APRÈS que l'OPC a reçu l'ordre de souscription ou de rachat de l'épargnant. L'une des incidences pratiques de ce principe, c'est que l'épargnant qui désire souscrire des titres d'un OPC ou les faire racheter ne sait pas précisément quel prix il paiera ou touchera.

La plupart des organismes d'OPC calculent quotidiennement la valeur liquidative de leurs OPC, peu après la clôture des opérations en bourse (16 h à la Bourse de Toronto), et ils fixent arbitrairement une heure (qui est souvent 16 h) jusqu'à laquelle un ordre reçu sera traité à la valeur liquidative qui sera calculée le même jour (peu après 16 h). En application du principe d'établissement prospectif des prix, l'épargnant a jusqu'à 16 h pour présenter un ordre qui sera traité à la valeur liquidative que l'OPC s'apprête à calculer ce jour-là.

Aux États-Unis (et dans une moindre mesure au Canada), certains clients d'OPC ont obtenu que des ordres transmis après l'heure limite soient traités à la valeur liquidative calculée en fin de journée, et non

¹ Par. 5 de l'art. 9.1 du Règlement 81-102: « L'OPC est réputé avoir reçu l'ordre d'achat au moment où il est reçu par un bureau de réception des ordres de l'OPC. »

Article 9.3 du Règlement 81-102: « **Le prix d'émission des titres** – Le prix d'émission des titres d'un OPC en réponse à un ordre d'achat est la prochaine valeur liquidative par titre de la catégorie ou série qui est établie après la réception de l'ordre par l'OPC. »

Article 10.3 du Règlement 81-102 : « **Le prix de rachat des titres** - Le prix de rachat des titres en réponse à un ordre de rachat est la prochaine valeur liquidative d'un titre de la catégorie ou série qui est établie après la réception de l'ordre par l'OPC. »

Définition de « date de fixation du prix » du Règlement 81-102 : « par rapport à la vente des titres d'un OPC, la date à laquelle la valeur liquidative par titre de l'OPC est calculée en vue de déterminer le prix auquel chaque titre sera émis. »

à la prochaine valeur liquidative calculée par l'OPC, afin que le prix devant être payé ou touché soit bloqué plus tôt. Cette pratique, appelée *late trading*, est contraire au principe d'établissement prospectif des prix et est illégale. Normalement, les ordres reçus après 16 h sont traités à la valeur liquidative calculée le lendemain en fin de journée, l'épargnant s'exposant dans l'intervalle à des fluctuations de la valeur liquidative de l'OPC liées à l'actualité ou à l'état des marchés boursiers.

Équivalents relevés : opération hors délai, opération après la fermeture du marché, transaction après les heures de clôture, négociation après la clôture des marchés, transaction tardive, négociation tardive, opération tardive, opération de souscription hors délai.

Analyse : La dernière expression, « opération de souscription hors délai » semble trop restrictive puisque l'opération en cause peut viser tant un ordre de rachat qu'un ordre de souscription. Il importe par ailleurs de noter que les opérations ne sont pas, en soi, tardives. Les autres équivalents semblent plus exacts, à cet égard. Également, il y a lieu de privilégier le terme « opération », dont la portée est plus étendue, plutôt que « transaction » (terme réservé au contrat de transaction prévu à l'art. 2631 et s. du *Code civil du Québec*) ou « négociation » (terme plus restrictif associé soit aux discussions entourant l'échange de titres, soit à l'opération d'achat et de vente de titres proprement dite).

Termes retenus : opération hors délai ou opération après la fermeture du marché

MARKET TIMING

Description

Dans un premier sens, cette expression désigne des règles approximatives qu'ont élaborées les négociateurs et les spéculateurs pour tirer parti des fuseaux horaires. Selon l'une de ces règles, si les marchés sont en hausse pour les OPC dont l'actif est composé de titres de sociétés canadiennes ou américaines, on doit acheter les titres d'un fonds international (par exemple dont l'actif est composé de titres de sociétés asiatiques). Inversement, si les OPC de titres canadiens ou américains sont en baisse, on doit vendre les titres d'un fonds international.

Dans un sens plus large, le *market timing* désigne le fait pour un négociateur ou un spéculateur d'effectuer fréquemment des **opérations à court terme** d'achat et de vente de titres d'OPC (allers-retours) pour réaliser des gains fondés sur les fluctuations quotidiennes du prix des actions ou des parts de ces OPC et donc, de la valeur des titres de leur portefeuille^{2, 3}. Ces négociateurs ou spéculateurs veulent exploiter les occasions de bons achats, lorsque le prix des actions ou des parts de l'OPC ne reflète pas la valeur des titres que l'OPC détient dans son portefeuille, situation particulièrement fréquente dans le cas d'OPC dont l'actif est composé de titres de sociétés asiatiques, européennes, mondiales ou internationales et ce, en raison du décalage horaire. Voici pourquoi.

Exemple :

² Voir la définition utilisée par l'IFIC dans son « Report on Market Timing and Short Term Trading » du 25 août 2004. (cf. Rapport de l'ACCOVAM, hiver 2005): « Quant aux opérations d'anticipation du marché (*market timing*; en français, on a aussi parlé d'« arbitrage sur la valeur liquidative »), il s'agit d'opérations sur des titres d'organismes de placement collectif visant à exploiter les écarts à court terme entre le prix périmé des titres du portefeuille de l'organisme de placement collectif, qui ont servi à déterminer la valeur liquidative de l'organisme de placement collectif, et la juste valeur de ces titres. »

³ Voir l'exposé de cette notion par l'Autorité des marchés financiers de la France dans la Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers, n° 15, juin 2005 au www.amf-france.org/documents/general/6194_1.pdf.

Le matin au Canada, les cours de clôture des grandes sociétés japonaises, pour la séance de la veille à la Bourse de Tokyo, sont transmis aux institutions du marché nord-américain.

À l'ouverture de la TSX, le négociateur constate que les marchés canadiens sont en hausse. Il va acheter des titres d'un fonds canadien qui investit dans de grandes sociétés japonaises. Il passe l'ordre avant 16 h, donc son prix d'achat sera calculé à la prochaine VL du fonds. Cette VL est calculée à 17 h. À cette fin, le fonds doit évaluer tous les titres qui figurent dans son portefeuille (en l'occurrence, des titres de sociétés japonaises), en utilisant les cours de la Bourse de Tokyo qui ont été reçus le matin, mais qui datent en fait d'au moins 14 heures au moment du calcul de la VL au Canada.

Pour le négociateur ou le spéculateur, l'art du *market timing* consiste à choisir des OPC dont les titres en portefeuille offrent des possibilités de gain à court terme fondé sur l'écart de cours temporaire entre, d'une part, le prix des actions ou des parts du fonds tel qu'il est fixé au moment du calcul de la VL ce jour-là (et qui en fait est « périmé » par rapport au cours réel) et, d'autre part, leur cours réel ou leur valeur marchande. Cette pratique se nomme l'arbitrage⁴. Ce sera le cas, notamment, si le négociateur est d'avis que les cours de clôture des titres de sociétés japonaises reçus à l'aube ne reflètent pas ou ne reflètent plus la valeur réelle de ces titres du portefeuille. Dans cette situation, la VL du fonds sera sous-estimée, de même que le prix de ses titres.

Notons que le *market timing* n'est pas illégal. Toutefois, les fréquents allers-retours effectués par quelques investisseurs impliquent l'imputation de frais au fonds, ce qui en diminue la valeur pour l'ensemble des épargnants à long terme. De plus, il porte atteinte au principe d'égalité de traitement de l'ensemble des épargnants et est contraire à l'obligation d'agir dans l'intérêt de l'ensemble des porteurs de parts qui incombe aux gestionnaires de fonds. En outre, il a pour conséquence de diluer la valeur des titres des autres épargnants, de générer des gains en capital imposables, de rendre inefficace la gestion du fonds en l'obligeant à conserver davantage de liquidités pour faire face aux rachats et de perturber la stratégie de placement du gestionnaire de portefeuille⁵.

Équivalents relevés : anticipation du marché (ou des marchés), arbitrage sur la valeur liquidative, opération d'arbitrage sur valeur liquidative, arbitrage de la valeur liquidative contre le marché, synchronisation des marchés, synchronisation avec le marché, synchronisation au marché.

Analyse : La notion de synchronisation⁶ décrit mal le processus en cause. Le négociateur tente d'établir par anticipation, à l'aide des données d'un autre marché, des écarts entre la valeur et le cours de titres. À notre avis, la notion d'anticipation décrit mieux l'opération réalisée⁷. Par ailleurs, la notion d'arbitrage accole à l'expression arbitrage sur la valeur liquidative le sens propre aux domaines de la finance et des valeurs mobilières. L'inclusion du terme opération pour former l'expression opération d'arbitrage sur la valeur liquidative nous semble superflue parce qu'elle n'ajoute rien à l'aire sémantique de l'expression arbitrage sur la valeur liquidative et que le résultat est inutilement long.

Termes retenus : anticipation du marché (ou des marchés) ou arbitrage sur la valeur liquidative

⁴ « Arbitrage : Finance; valeurs mobilières. Opération réalisée dans le but de tirer parti d'une divergence temporaire de cours existant entre deux marchés ou, sur un même marché, entre deux échéances, ou encore entre marchandises ou actifs financiers équivalents. L'opération consiste à acheter des marchandises ou des actifs financiers dont le cours est relativement sous-évalué et à vendre simultanément des marchandises ou des actifs financiers identiques ou équivalents dont le cours est relativement surévalué, sans courir de risque significatif et en prenant un profit au passage. » (L. Ménard, *Dictionnaire de la comptabilité et de la gestion financière*, 2^e éd., Montréal, ICCA, 2004.)

⁵ Voir les décisions suivantes rendues par l'ACCOVAM: Bulletin n° 3473 (4 novembre 2005); Bulletin n° 3385 (31 janvier 2005); Bulletin n° 3386 (31 janvier 2005); Bulletin n° 3387 (31 janvier 2005) au www.ida.ca.

⁶ « Synchroniser » : **cour.** Faire se produire ou s'accomplir simultanément (plusieurs faits, plusieurs actions appartenant à des séries différentes.). *Nouveau Petit Robert*, Paris, Dictionnaires Le Robert, 2003.

⁷ « Anticipation » : **écon.** Hypothèse subjective plus ou moins optimiste ou pessimiste quant à l'avenir, intervenant dans l'étude des fluctuations économiques, la théorie monétaire. *Nouveau Petit Robert*, Paris, Dictionnaires Le Robert, 2003.