

Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM *La vente à découvert au Canada*

Le 8 décembre 2022

Contexte et introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (**ACVM**) et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM** et, avec les ACVM, **nous**) publions l'Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM, *La vente à découvert au Canada* (**l'avis**) afin de présenter un aperçu du cadre réglementaire actuel de la vente à découvert, de fournir de l'information à jour sur les projets connexes en cours et de solliciter les commentaires du public sur des questions réglementaires.

Nous estimons qu'il est important et opportun de revoir notre cadre réglementaire pour s'assurer qu'il est à jour et approprié compte tenu de l'évolution constante du marché. Le présent avis exprime notre engagement en ce sens, surtout à la lumière des commentaires que nous avons reçus du public concernant la vente à découvert et les changements observés sur la scène internationale, dont il sera question plus loin dans l'avis.

Les ACVM publient également aujourd'hui un résumé des commentaires sur le Document de consultation 25-403 des ACVM, *La vente à découvert activiste* (le **document de consultation sur la vente à découvert activiste**), et la réponse à ceux-ci¹. Le document de consultation sur la vente à découvert activiste a été publié le 3 décembre 2020. Il avait pour objet de favoriser la discussion concernant les préoccupations que soulève la vente à découvert activiste et son incidence potentielle sur les marchés des capitaux. Certains des commentaires reçus en réponse à ce document débordaient du cadre de la vente à découvert activiste et portaient sur la vente à découvert et sa réglementation en général. Des questions similaires ont aussi été soulevées par d'autres intervenants. Ces commentaires sont présentés dans le résumé des commentaires sur le document de consultation sur la vente à découvert activiste et publiés aujourd'hui dans l'Avis 25-306 du personnel des ACVM, *Mise à jour sur la vente à découvert activiste* (**l'Avis 25-306 du personnel**). Les commentaires généraux sur la vente à découvert sont traités dans le présent avis.

Bien que le présent avis n'aborde pas directement le régime canadien de règlement des opérations, nous traitons de manière générale des transactions échouées et des projets connexes afin de fournir davantage de contexte sur leur lien avec la vente à découvert.

L'avis est structuré comme suit :

- la partie 1 présente le contexte de la vente à découvert et des transactions échouées ainsi qu'un aperçu des obligations réglementaires en vigueur concernant la vente à découvert;
- la partie 2 comprend une analyse des commentaires et des préoccupations des intervenants en matière de vente à découvert et de transactions échouées et pose des questions précises afin de connaître l'avis du public.

¹ Au https://www.fcnb.ca/sites/default/files/2020-11/25-403-CSACP-2020-12-03-F_1.pdf.

Partie 1. Contexte de la vente à découvert, des transactions échouées et du cadre réglementaire

A. Définition de vente à découvert

Les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) définissent une « vente à découvert »² comme la vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire³. Il s'agit donc de vendre des titres au cours du marché soit dans l'attente de pouvoir couvrir la position vendeur par un achat ultérieur à un cours inférieur et en tirer un profit ou alors en vue de réaliser un profit sur la différence entre le cours des titres vendus à découvert et celui d'un titre connexe. La vente à découvert est une pratique de négociation légitime qui aide les participants au marché à gérer les risques, contribue à la liquidité du marché et favorise la formation des cours.

La vente à découvert comporte certains risques. Par exemple, le vendeur à découvert peut engager des coûts potentiellement illimités pour dénouer sa position à découvert si le cours du titre augmente.

B. Définition de transactions échouées

L'expression « transaction échouée » n'est pas définie dans la législation en valeurs mobilières. Cependant, il est généralement entendu qu'une transaction échouée se produit lorsqu'un vendeur (à découvert ou non) ne livre pas les titres ou que l'acheteur ne fait pas le paiement à la livraison ou à l'échéance, soit actuellement le deuxième jour ouvrable après la date de la transaction, à moins que les parties n'aient convenu d'une date de règlement ultérieure au moment de la transaction. Elle peut aussi découler d'une complication liée aux instructions de l'acheteur et du vendeur concernant le règlement (par exemple une disparité entre leurs instructions, une absence d'instructions de la part d'une partie ou un retard dans leur transmission). Dans le cadre du présent avis, une « transaction échouée », un « défaut de règlement » et un « défaut de livraison » s'entendent de la non-livraison d'un titre à la date de règlement.

L'expression « transaction échouée »⁴ est définie au paragraphe 1.1 des RUIM. Elle comprend une vente à découvert pour un compte qui a fait défaut de mettre en disponibilité des titres afin de permettre le règlement ou a fait défaut de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès (au sens des RUIM)⁵ afin d'emprunter des titres à temps pour assurer la livraison à la date du règlement.

C. Aperçu du cadre réglementaire actuel de la vente à découvert

Principalement surveillée par l'OCRCVM, la vente à découvert est soumise à l'encadrement bien établi de la législation canadienne en valeurs mobilières et des règles de l'OCRCVM, y compris un régime

² Paragraphe 1.1 des RUIM; voir aussi la Politique 1.1 – Définitions, Article 3 – Définition de *vente à découvert* dans les RUIM au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>.

³ L'expression « vente à découvert » est utilisée dans la législation en valeurs mobilières, mais sans y être définie. Voir, par exemple, l'article 194 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, R.L.R.Q., ch. V-1.1, l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1990, dans sa version modifiée, et l'article 54 de la *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse, qui prévoient l'obligation de déclarer une position à découvert et décrivent ce qui en constitue une.

⁴ Paragraphe 1.1 des RUIM au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>.

⁵ Paragraphe 1.1 des RUIM au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>.

d'information détaillé fournissant à celui-ci en temps utile des renseignements lui permettant de surveiller les pratiques potentiellement inappropriées de vente à découvert.

i. Obligations prévues par la législation canadienne en valeurs mobilières

La législation canadienne en valeurs mobilières oblige toute personne qui passe un ordre de vente de titres auprès d'un courtier inscrit à lui indiquer au moment de la passation de l'ordre si elle n'est pas propriétaire des titres⁶.

La législation en valeurs mobilières⁷ et la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation*⁸ (la **Norme canadienne 23-101**) interdisent les activités manipulatrices ou trompeuses, qui pourraient prendre forme dans le cadre d'une vente à découvert.

ii. Exigences de l'OCRCVM

L'OCRCVM impose aux participants⁹ et aux personnes ayant droit d'accès¹⁰ plusieurs exigences en matière de vente à découvert, dont les suivantes :

- l'obligation de désigner tous les ordres à découvert comme « ventes à découvert » ou « ordres dispensés de la mention à découvert »¹¹;
- l'obligation de communiquer à l'OCRCVM les « transactions échouées sur une période prolongée »¹²;
- l'obligation selon laquelle, si un relevé de transactions échouées sur une période prolongée est déposé auprès de l'OCRCVM, d'autres ventes à découvert ne peuvent généralement pas être effectuées par ce participant, qui fait fonction de contrepartiste ou de mandataire, ou par une

⁶ On notera, par exemple, l'article 194 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, en vertu duquel il est interdit de vendre un titre à découvert sans en avoir informé, au préalable, le courtier chargé de l'exécution de la transaction. Voir aussi l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario et l'article 54 de la *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse.

⁷ Voir, par exemple, les articles 195.2, 197, 199.1 et 200 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, R.L.R.Q., ch. V-1.1; les articles 126.1 et 126.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1996, chap. S.5; les articles 93 et 221.1 de la *Securities Act* de l'Alberta, R.S.A. 2000, c. S-4; les articles 57 et 168.1 de la *Securities Act* de la Colombie-Britannique, R.S.B.C. 1996, c. 418; l'article 76 et le paragraphe 136(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Manitoba, c. S50 de la *C.P.L.M.*; les articles 55.1 et 55.11 et le paragraphe 55.13(1) de *The Securities Act, 1988* de la Saskatchewan, c. S-42.2; les articles 132A et 132B de la *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse et les articles 150, 151, 152 et 156 de la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec, R.L.R.Q., ch. I-14.01.

⁸ Voir l'article 3.1 de la Norme canadienne 23-101.

⁹ Selon les RUIIM, un « participant » s'entend d'un courtier qui est membre d'une bourse, d'un utilisateur d'un système de cotation ou d'un adhérent d'un système de négociation parallèle (**SNP**).

¹⁰ Selon les RUIIM, une « personne ayant droit d'accès » s'entend d'une personne autre qu'un participant qui est un adhérent à un marché ou un utilisateur de celui-ci.

¹¹ Voir les RUIIM, *Article 3 – Ventes à découvert, Interdiction de saisie d'ordres*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/32-interdiction-de-saisie-dordres>. Un ordre dispensé de la mention à découvert comprend tout ordre concernant un titre passé par un compte qui est un compte d'arbitrage, le compte d'un teneur de marché pour ce titre ou d'autres comptes déterminés qui achètent ou vendent des titres et qui ne détiennent, à la fin de chaque jour de bourse, rien de plus qu'une position acheteur ou vendeur nominale sur un titre donné. Voir les RUIIM, *Article 1 – Définitions et interprétation*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definITIONS>.

¹² Doivent être déclarés à l'OCRCVM une transaction pour laquelle il n'y a pas eu de règlement et le fait que ce défaut n'a pas été corrigé dans les 10 jours de bourse suivant la date de règlement initiale. Voir les RUIIM, *Article 7 – Négociation sur un marché – Transactions échouées sur une période prolongée*, <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/710-transactions-echouees-sur-une-periode-prolongee>.

personne ayant droit d'accès sans que des dispositions préalables aient été prises en vue de l'emprunt des titres nécessaires au règlement¹³;

- la capacité de l'OCRCVM de désigner un titre comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »¹⁴;
- la capacité de l'OCRCVM de désigner un titre comme « titre inadmissible à une vente à découvert »¹⁵.

Les RUIIM obligent aussi les participants et les personnes ayant droit d'accès à calculer les positions à découvert globales de chaque compte individuel et à les déclarer à l'OCRCVM deux fois par mois¹⁶. L'OCRCVM publie sur son site Web un rapport consolidé des positions à découvert indiquant les positions à découvert globales sur tous les titres inscrits à la date de présentation de l'information courante et la variation nette des positions à découvert par rapport à la date de présentation de l'information antérieure, pour chaque titre¹⁷. Il rassemble également les opérations désignées comme « ventes à découvert » sur tous les marchés qu'il supervise, regroupe cette information et publie deux fois par mois un rapport sur le total des ventes à découvert du secteur pour chaque titre au cours de la période de présentation de l'information¹⁸.

À l'instar de la législation en valeurs mobilières, les RUIIM interdisent elles aussi les activités manipulatrices ou trompeuses. Dans le contexte d'une vente à découvert, de telles activités comprennent la saisie d'un ordre de vente d'un titre sans attente raisonnable, au moment de la saisie de l'ordre, de pouvoir régler toute transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre à la date de règlement. Ainsi, les RUIIM n'autorisent pas la vente à découvert sans attente raisonnable de règlement des transactions qui en découlent à la date de règlement, soit généralement deux jours après la date de la transaction¹⁹.

¹³ Voir les RUIIM, *Article 6 – Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/61-saisie-dordres-sur-un-marche>.

¹⁴ Un « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » s'entend d'un titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme titre à l'égard duquel un ordre qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert ne peut être saisi sur un marché, à moins que le participant ou la personne ayant droit d'accès n'ait pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres qui seraient nécessaires afin de régler la transaction. Voir les RUIIM, *Article 1 – Définitions et interprétation*, et *Politique 1.1, Définition de titre visé par un emprunt préalable*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>. Voir aussi les RUIIM, *Article 6 – Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/61-saisie-dordres-sur-un-marche>.

¹⁵ Un « titre inadmissible à une vente à découvert » s'entend d'un titre ou d'une catégorie de titres qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme constituant un titre à l'égard duquel un ordre, qui constituerait une vente à découvert s'il était exécuté, ne peut être saisi sur un marché au cours d'un jour ou de plusieurs jours de bourse déterminés. Voir les RUIIM, *Article 1 – Définitions et interprétation*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>, et aussi le paragraphe 3.2 – *Interdiction de saisie d'ordres*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/32-interdiction-de-saisie-dordres>.

¹⁶ Voir les RUIIM, *Article 10 – Conformité, Relevés de positions à découvert*, <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/1010-relevés-de-positions-decouvert>.

¹⁷ Le [rapport consolidé des positions à découvert](#) est publié deux fois par mois et est fondé sur l'information concernant les positions à découvert transmise à l'OCRCVM par les participants et les personnes ayant droit d'accès.

¹⁸ Le [Rapport sommaire statistique sur les ventes à découvert](#) préparé par l'OCRCVM indique ce que les ventes à découvert représentent par rapport au volume d'activité global sur un titre en particulier, selon les données sur les opérations désignées comme « vente à découvert » que fournit à l'OCRCVM chaque marché supervisé par lui. Le rapport est produit deux fois par mois, soit i) pour la période du 1^{er} au 15 du mois et ii) pour la période du 16 à la fin du mois.

¹⁹ Voir les RUIIM, *Article 2 – Pratiques de négociation abusives, Activités manipulatrices et trompeuses*, paragraphes (g) et (h), au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/22-activites-manipultrices-et-trompeuses>.

Le 17 août 2022, l'OCRCVM a publié une note d'orientation confirmant l'obligation d'un participant d'avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction découlant de la saisie d'un ordre de vente à découvert à la date de règlement, plutôt qu'une attente raisonnable de règlement de la transaction ultérieurement, dont à la date à laquelle les titres appartenant au vendeur assujettis à des restrictions à la revente deviennent librement négociables²⁰.

L'OCRCVM surveille aussi les activités de négociation potentiellement abusives. Dans le contexte des activités de vente à découvert, il utilise des algorithmes pour observer les niveaux inhabituels des ventes à découvert conjugués avec les fluctuations importantes des cours et examine les alertes pour déterminer la cause des fluctuations des cours et s'il y a une indication d'activités de négociation abusives. Il peut aussi scruter les médias sociaux ou les salons de clavardage et examiner les relevés de transactions échouées sur une période prolongée pour y déceler des indications de problèmes de règlement.

En outre, l'OCRCVM dispose d'autres alertes afin de détecter toute variation dans la tendance historique des ventes à découvert d'un titre déterminé. Il peut ainsi déterminer si les ventes à découvert commencent à être concentrées au sein d'un courtier ou d'un client en particulier. Si des niveaux inhabituels de ventes à découvert sont dépistés, l'OCRCVM peut prendre les mesures suivantes :

- intervenir afin de modifier ou d'annuler toute transaction jugée « déraisonnable »;
- imposer une interruption de la négociation d'un titre déterminé sur tous les marchés;
- aviser l'émetteur inscrit d'une activité inhabituelle sur le marché;
- faire enquête sur une activité possiblement non conforme aux RUIIM;
- faire intervenir son personnel de la mise en application pour un examen approfondi et l'imposition possible de mesures disciplinaires.

S'il le juge approprié, l'OCRCVM peut également renvoyer le cas à la direction de l'application de la loi de l'autorité membre des ACVM compétente aux fins d'enquête et de mesures additionnelles.

Comme il est indiqué ci-dessus, l'OCRCVM oblige les participants à désigner tous les ordres à découvert comme « ventes à découvert » ou « ordres dispensés de la mention à découvert ». Cette exigence est contenue dans les dispositions plus larges des RUIIM en vertu desquelles les participants doivent utiliser la désignation ou l'identificateur approprié sur un ordre transmis à un marché réglementé par l'OCRCVM²¹. Lorsqu'il y a absence ou erreur de désignation ou d'identificateur sur un ordre exécuté au moins en partie, le participant doit déposer un rapport dans le Système de correction des désignations réglementaires²². Les désignations utilisées par les participants font l'objet d'un examen de conformité par l'OCRCVM.

L'OCRCVM a achevé récemment une étude portant sur les transactions échouées. Celle-ci se fondait sur cinq ans (du 1^{er} avril 2015 au 31 mars 2020) de données sur les règlements provenant de Services de

²⁰ Voir l'[Avis de l'OCRCVM 22-0130 – Note d'orientation sur l'obligation d'un participant d'avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction découlant de la saisie d'un ordre de vente à découvert](#).

²¹ <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/62-designations-et-identificateurs>.

²² <https://www.ocrcvm.ca/nouvelles-et-publications/avis-et-notes-dorientation/corrections-de-designations-et-utilisation-du-systeme-de-correction-des-designations-reglementaires>.

dépôt et de compensation CDS inc. (**CDS**) concernant le règlement net continu (**RNC**)²³, les positions en cours, les rachats d'office et les transactions réglées au moyen d'un règlement individuel (*trade-for-trade*)²⁴. L'Avis de l'OCRCVM 22-0190 présente les résultats de l'étude et une analyse des processus de RNC et de règlement individuel. En fait, l'étude a permis de relever plusieurs points à prendre en compte :

- les problèmes de règlement possibles diffèrent d'un titre inscrit à l'autre et il pourrait ainsi ne pas être approprié d'adopter une approche unique;
- les motifs évoqués pour les échecs varient selon le courtier et plusieurs d'entre eux avec un modèle d'entreprise similaire présentaient un taux d'échec disproportionné par rapport à l'ensemble de leurs activités de négociation;
- les corrélations entre les ventes à découvert et les problèmes de règlement de titres cotés sur des bourses qui inscrivent à leur cote des titres de sociétés à petite capitalisation²⁵ y étaient plus évidentes que sur d'autres bourses;
- les problèmes de règlement sont plus fréquents pour les titres inscrits à des bourses qui inscrivent à leur cote des titres de sociétés à petite capitalisation par rapport aux titres inscrits à d'autres bourses, surtout dans les secteurs des mines, des soins de santé et de l'énergie;
- une plus forte corrélation a été observée entre les transactions échouées non réglées qui devaient l'être au moyen du RNC et les positions à découvert déclarées qu'entre les transactions échouées toujours non réglées 10 jours après la date de règlement et les positions à découvert sur les transactions qui devaient l'être au moyen du processus de règlement individuel.

À l'**annexe A**, nous présentons un historique détaillé des exigences de l'OCRCVM en matière de vente à découvert, un résumé des études effectuées au fil du temps pour en évaluer la pertinence et les motifs justifiant leur maintien ou leur retrait.

Partie 2. Analyse

Aperçu des commentaires sur la vente à découvert

Il est largement reconnu que la vente à découvert joue un rôle important sur les marchés financiers en favorisant la transparence, la liquidité et la formation des cours, et, par conséquent, l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs. La vente à découvert peut aussi se révéler une bonne stratégie de gestion des investissements pour réduire le risque de portefeuille par la couverture des positions vendeur au moyen de positions acheteur, ce qui permet de réduire les pertes peu importe la tendance du marché.

Les vendeurs à découvert, surtout les vendeurs à découvert activistes annonçant publiquement qu'ils ont une position vendeur sur les titres d'un émetteur, peuvent fournir sur celui-ci de nouveaux

²³ Chaque jour, les marchés boursiers canadiens transmettent directement à la CDS un rapport sur l'ensemble des transactions. La plupart de ces transactions seront réglées par RNC, au moyen d'un processus de novation (transaction de règlement entre deux courtiers remplacée par deux transactions, soit entre chacun des courtiers et la CDS) et d'établissement du solde net.

²⁴ Certains courtiers membres de l'OCRCVM qui sont des adhérents de la CDS peuvent fournir directement à celle-ci des instructions de règlement. Dans le cadre d'un règlement individuel, le règlement s'effectue directement entre deux adhérents de la CDS.

²⁵ La Bourse de croissance TSX (**TSXV**), la Bourse des valeurs canadiennes (**CSE**) et La Bourse NEO (**NEO**) sont les bourses à la cote desquelles sont inscrits des titres de sociétés à petite capitalisation.

renseignements pouvant aider à faire en sorte que le cours des titres reflète de plus près leur valeur sous-jacente. Par exemple, ils repèrent les titres qui, à leur avis, pourraient être surévalués. Souvent, une correction du cours des titres survient sur le marché après le dévoilement d'information par des vendeurs à découvert activistes. Comme l'indique le document de consultation sur la vente à découvert activiste, les émetteurs prennent parfois certaines mesures en réponse aux campagnes de vente à découvert, notamment le remplacement de la direction ou l'embauche d'un nouvel auditeur ou d'un enquêteur indépendant.

La vente à découvert n'échappe toutefois pas à la controverse, elle-même ou certains aspects des activités qui la concernent étant perçus de manière défavorable par certains intervenants. Les émetteurs s'entendent pour dire qu'ils perçoivent un laxisme dans le régime réglementaire canadien par rapport à celui d'autres territoires, particulièrement les États-Unis, ce qui facilite le lancement de campagnes activistes visant injustement les émetteurs canadiens.

Comme il en a été question dans le passé et tel qu'il est expliqué en détail à l'annexe A, nous estimons que le régime réglementaire canadien applicable aux ventes à découvert est, de manière générale, conforme aux quatre principes pour une réglementation efficace des ventes à découvert publiés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en 2009²⁶. En outre, comme il est indiqué en conclusion de l'Avis 25-306 du personnel, rien ne permet de prouver que des enjeux précis découlant de campagnes de vente à découvert activistes justifieraient une réponse réglementaire. Néanmoins, nous prenons acte des commentaires concernant la vente à découvert en général, dont certains ont été formulés tout récemment. Nous traitons des principaux thèmes ci-après et invitons le public à formuler d'autres commentaires.

*i. Critère relatif à la variation du cours*²⁷

Le critère relatif à la variation du cours était une limite appliquée au cours auquel certains types d'opérations pouvaient être effectuées. Dans le cas des ventes à découvert assujetties à ce critère, la vente ne pouvait être effectuée à un prix inférieur à celui de l'opération précédente, sous réserve de rares exceptions.

Comme le précise l'annexe A, l'OCRCVM a modifié les RUIIM en mars 2012 pour en supprimer ce critère. La suppression était appuyée par des preuves empiriques apportées par des études sur les ventes à découvert et les transactions échouées sur le marché canadien. Ces études n'ont pas établi de lien entre la chute rapide d'un cours et une activité de vente à découvert inhabituelle et n'appuyaient pas

²⁶ Voir le rapport final de l'OICV sur la réglementation des ventes à découvert intitulé *Regulation of Short Selling – Final Report* (en anglais seulement) au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>. Premier principe : la vente à découvert devrait faire l'objet de contrôles appropriés afin de réduire au minimum les risques susceptibles de nuire au fonctionnement ordonné et efficace des marchés financiers et à leur stabilité; deuxième principe : la vente à découvert devrait être encadrée par un régime de déclaration permettant au marché et aux autorités de marché d'obtenir de l'information en temps opportun; troisième principe : la vente à découvert devrait être assujettie à un régime efficace de conformité et de mise en application; quatrième principe : la réglementation en matière de vente à découvert devrait autoriser des exceptions appropriées pour certains types de transactions afin de favoriser le fonctionnement et la croissance du marché de manière efficace.

²⁷ Le critère relatif à la variation du cours désignait une ancienne exigence des RUIIM qui interdisait toute vente à découvert à un prix moindre que le dernier cours vendeur du titre.

l'adoption d'une règle de rechange concernant la variation du cours similaire à la *Rule 201* de la Securities and Exchange Commission (**SEC**) des États-Unis²⁸.

Des préoccupations ont été exprimées quant à la possibilité que la suppression du critère relatif à la variation du cours soit perçue de manière défavorable. Plusieurs intervenants ayant formulé des commentaires sur le document de consultation sur la vente à découvert activiste ont recommandé aux ACVM d'analyser les répercussions qu'a eues la suppression du critère sur le marché.

L'OCRCVM surveille le nombre de ventes à découvert par rapport aux ventes totales, ainsi que la fréquence à laquelle des ventes à découvert sont exécutées à un cours inférieur à celui de l'opération précédente. Des résultats de la surveillance sont présentés à l'annexe C et indiquent ce qui suit :

- la fréquence des ventes à découvert exécutées à un cours inférieur est relativement faible si on la compare à celle des ventes à découvert exécutées à d'autres échelons de cotation;
- le pourcentage des ventes à découvert exécutées à un cours inférieur est moins élevé aux bourses qui inscrivent à leur cote des titres de sociétés à petite capitalisation qu'aux autres bourses;
- à toutes les bourses, la fréquence des opérations effectuées à des cours inférieurs est moins élevée pour les ventes à découvert que pour les ventes non à découvert.

ii. Vente à découvert et obligations d'emprunt préalable

Des préoccupations ont été soulevées à l'égard de la possibilité que des participants au marché effectuant des ventes à découvert saisissent des ordres de vente à découvert sans avoir l'intention de régler les transactions qui en découlent à la date de règlement, uniquement en vue de faire baisser le cours des titres d'un émetteur. Le vendeur à découvert ne livre pas les actions à la date de règlement et entend régler la transaction plus tard, lorsque les titres pourront être achetés sur le marché libre à un prix avantageux pour lui.

Tel qu'il est indiqué ci-dessus, la législation canadienne en valeurs mobilières et les RUIIM interdisent toute activité manipulatrice ou trompeuse. Les RUIIM précisent que la saisie d'un ordre de vente à découvert sans avoir une attente raisonnable de pouvoir régler la transaction qui en découle à la date de règlement est considérée comme une apparence fausse ou trompeuse d'activité de négociation et donc comme une activité manipulatrice ou trompeuse²⁹.

Comme il a été mentionné antérieurement, l'OCRCVM a publié une note d'orientation le 17 août 2022 visant à clarifier que les participants, avant de saisir un ordre de vente à découvert, doivent avoir une attente raisonnable de pouvoir accéder à un nombre suffisant de titres pour régler toute transaction qui

²⁸ La Rule 201 oblige généralement les marchés à établir, maintenir et appliquer des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour prévenir l'exécution ou l'affichage d'une vente à découvert à un prix inadmissible en cas d'interruption de la négociation d'un titre déclenchée par une chute d'au moins 10 % de son cours en une journée (en fonction du cours de clôture de la veille). Dès que l'interruption prévue par la Rule 201 est déclenchée, la restriction selon le critère quant au cours s'applique aux ordres de vente à découvert visant le titre pour le reste de la journée et le jour suivant, sauf exception.

²⁹ Article 2 - *Apparence fausse ou trompeuse d'une activité de négociation ou cours factice* de la politique 2.2 des RUIIM, *Activités manipulatrices et trompeuses*.

en découle à la date de règlement³⁰. Dans le présent avis, l'OCRCVM présente des exemples de participant qui ne serait pas en mesure de démontrer qu'il s'attend raisonnablement à disposer d'un nombre suffisant d'actions à la date de règlement et où la saisie d'un ordre serait interdite.

En outre, tel qu'il est indiqué ci-dessus, l'OCRCVM impose des obligations d'« emprunt préalable », dont l'interdiction pour les participants et les personnes ayant droit d'accès d'effectuer d'autres ventes à découvert si un relevé de transactions échouées sur une période prolongée portant sur la vente d'un titre pour laquelle il n'y a pas eu règlement a été déposé auprès de l'OCRCVM. En particulier, d'autres ventes à découvert ne peuvent généralement pas être effectuées par le participant (qui fait fonction de contrepartiste ou de mandataire) ou par la personne ayant droit d'accès sans que des dispositions préalables aient été prises en vue de l'emprunt des titres nécessaires au règlement³¹. Les participants et les personnes ayant droit d'accès doivent aussi prendre des dispositions pour emprunter des titres désignés par l'OCRCVM comme « titres visés par l'obligation d'emprunt préalable » avant de saisir un ordre de vente à découvert sur le marché³².

Malgré ces obligations, des voix se sont élevées en réponse au document de consultation sur la vente à découvert activiste pour affirmer que les obligations en vigueur au Canada ne sont pas suffisamment contraignantes, surtout en comparaison à celles qui sont en vigueur aux États-Unis. Certains intervenants ont fait remarquer qu'aux États-Unis, la *Regulation SHO* oblige le courtier à refuser un ordre de vente à découvert visant des titres de capitaux propres, à moins i) d'avoir emprunté les titres ou conclu de bonne foi une entente d'emprunt des titres ou ii) d'avoir des motifs raisonnables de croire que le titre peut être emprunté et livré à la date de livraison prévue, et iii) d'avoir documenté sa conformité à cette obligation³³.

En Ontario, le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers (le **Groupe de travail**) a recommandé à l'OCRCVM de réviser les RUIIM pour exiger qu'un participant confirme qu'il est possible d'emprunter des titres avant d'accepter un ordre de vente à découvert d'une autre personne ou de placer un ordre pour son propre compte³⁴.

Nous demandons si le marché est mûr pour l'introduction de telles obligations. En particulier, nous posons les questions suivantes :

Questions :

1. Doit-on affermir le régime réglementaire actuel concernant les emprunts préalables dans certains cas? Quelles seraient les obligations appropriées? Plus précisément, devrait-on

³⁰ Voir l'[Avis de l'OCRCVM 22-0130 – Note d'orientation sur l'obligation d'un participant d'avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction découlant de la saisie d'un ordre de vente à découvert](#).

³¹ Voir les RUIIM, Article 6 – *Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché*, paragraphes 6.1(4) et 6.1(6).

³² L'expression « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » s'entend d'un titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme un titre à l'égard duquel un ordre qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert ne peut être saisi sur un marché, à moins que le participant ou la personne ayant droit d'accès n'ait pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres qui seraient nécessaires afin de régler la transaction. RUIIM, Politique 1.1, définition de *titre visé par un emprunt préalable*; voir aussi l'Article 6 – *Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché*, paragraphe 6.1(5).

³³ Rule 242.203(b)(1) de la SEC prise en vertu de la *Regulation SHO – Regulation of Short Sales*, au <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-242>.

³⁴ Au <https://files.ontario.ca/books/mof-capital-markets-modernization-taskforce-final-report-fr-2021-01-22.pdf>.

introduire des obligations d'« emprunt préalable » similaires à celle des États-Unis, comme il est indiqué ci-dessus? Veuillez étayer votre réponse et présenter des données à l'appui.

2. Quels seraient les coûts et les avantages de ces obligations?

iii. Exigences de l'OCRCVM relatives aux transactions échouées sur une période prolongée

Nous avons traité ci-dessus de l'obligation pour les participants et les personnes ayant droit d'accès de déclarer les transactions échouées sur une période prolongée. L'OCRCVM a aussi prévu une disposition anti-échappatoire pour interdire aux participants de réaliser une transaction ou une série de transactions dans le but de « reclasser chronologiquement » le défaut afin d'éviter d'avoir à déposer un relevé des transactions échouées sur une période prolongée, ce qui contreviendrait à l'exigence de faire preuve de transparence et de loyauté dans leurs activités de négociation conformément à la règle 2.1 des RUIIM³⁵.

Une transaction échouée ne peut être déclarée que dix jours de bourse après la date de règlement. Cette mesure visait à accorder un délai administratif pouvant avoir une incidence sur le règlement et à mieux reconnaître les transactions les plus préoccupantes.

Des intervenants se sont interrogés sur cette période de dix jours. Ils se demandent si ce délai n'est pas trop long pour déclarer une transaction non réglée et s'il devrait être raccourci.

Questions :

3. Est-ce que la définition actuelle de « transaction échouée », telle qu'elle figure à la partie 1 ci-dessus, décrit une transaction échouée de manière appropriée?
4. Devrait-on envisager de réduire le délai de dix jours suivant la date de règlement prévue? Quel serait un délai approprié? Veuillez étayer votre réponse et présenter des données à l'appui.

iv. Transparence des positions de vente à découvert

Nous avons indiqué ci-dessus que l'OCRCVM informe le public des positions à découvert par la publication bimensuelle du Rapport consolidé des positions à découvert. Contrairement à d'autres territoires (comme l'Union européenne et l'Australie), il n'y a pas d'obligation d'information réglementaire ou d'obligation d'information du public, ou d'exigence relative à la présentation d'information sur la position à découvert d'un compte individuel. Malgré tout, il n'est pas rare qu'à l'amorce d'une campagne, des vendeurs à découvert activistes déclarent volontairement qu'ils ont pris une position à découvert sur un titre en particulier.

Comme il est indiqué à l'annexe A, l'OCRCVM a mené de vastes consultations sur les mesures de transparence qui permettraient de communiquer rapidement l'information au marché. Le Rapport sommaire statistique sur les ventes à découvert³⁶ a été présenté en 2013 et, en 2016, après de nouvelles consultations, l'OCRCVM a aussi commencé la publication du Rapport consolidé des positions à découvert³⁷, également décrit à l'annexe A. L'OCRCVM publie également deux fois par mois le Rapport

³⁵ Alinéa (1)(a) de la Règle 2.1 des RUIIM, *Activités de négociation inacceptables*.

³⁶ <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>

³⁷ <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>

sur les corrections de désignations « vente à découvert »³⁸, qui montre l'ensemble des corrections de désignation qui influent sur le volume de ventes à découvert négocié faites par l'entremise du Système de correction des désignations réglementaires.

Les commentaires fournis en réponse au document de consultation sur la vente à découvert activiste qui sont favorables à une transparence accrue sont résumés dans l'Avis 25-306 du personnel publié aujourd'hui et comprennent des recommandations de déclaration obligatoire de l'identité des vendeurs à découvert et de leurs positions à découvert aux autorités, au public ou aux deux. Dans d'autres commentaires, on signalait qu'une transparence accrue pourrait avoir des conséquences imprévues, comme la possibilité qu'elle favorise un mouvement de groupe qui ferait baisser le cours de l'action d'un émetteur cible.

Nous examinons les projets internationaux visant à améliorer les obligations d'information et de déclaration, comme ceux présentés à l'annexe B du présent avis.

Questions :

5. Devrait-on envisager d'inclure de nouvelles obligations de transparence pour les activités de vente à découvert ou les positions à découvert? Veuillez en indiquer la teneur et préciser la fréquence de communication de l'information. Veuillez également fournir les motifs et les données empiriques à l'appui de votre proposition ou de l'inutilité d'un changement.
6. Les autorités en valeurs mobilières devraient-elles envisager l'introduction de nouvelles obligations d'information sur les activités de vente à découvert? Veuillez en indiquer la teneur et préciser la fréquence de communication de l'information. Veuillez également fournir les motifs et les données empiriques à l'appui de votre proposition ou de l'inutilité d'apporter des changements.
7. Comme il est indiqué ci-dessus, l'étude de l'OCRCVM sur les transactions échouées a révélé une corrélation plus significative entre les ventes à découvert et les problèmes de règlement des titres de société à petite capitalisation, et que les problèmes de règlement sont plus fréquents pour ces titres. Devrait-on envisager l'imposition d'obligations particulières aux sociétés à petite capitalisation, notamment en matière de déclaration et de transparence? Veuillez fournir des détails pertinents à l'appui de votre réponse.

v. Exigences de rachat d'office et de dénouement

Au Canada, les titres de créance et les titres de capitaux propres sont compensés et déposés par l'intermédiaire du CDSX, système de compensation et de règlement de la CDS. Le CDSX dispose d'un service de RNC conçu pour compenser et régler principalement les opérations sur titres de capitaux propres sur les marchés canadiens.

Dans le cadre du RNC, un processus de rachat d'office permet à un acheteur qui est partie à une transaction d'accélérer le règlement par le ou les vendeurs des positions en cours dites « à recevoir » selon la procédure de la CDS. Les positions à recevoir en cours au RNC correspondent à la quantité d'actions non réglées à la « date de valeur » (soit la date de règlement convenue entre les parties à une opération). Le processus de rachat d'office est engagé lorsqu'un acheteur (le destinataire) décide d'entrer une « intention de rachat d'office » visant des positions à recevoir en cours à la CDSX à l'égard

³⁸ <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>

d'une quantité d'actions en circulation qui lui est due. Est remis au participant devant remettre le titre désigné un préavis de 48 heures lui indiquant qu'il pourrait devoir procéder à la livraison d'une partie ou de la totalité de sa part des titres visés par le rachat d'office.

Dans son rapport final³⁹, le Groupe de travail a indiqué que, contrairement aux États-Unis⁴⁰ et à l'Union européenne⁴¹, il n'existe pas de dispositions en matière de dénouement ou de rachat d'office au Canada. Il recommande que si une vente à découvert n'est pas réglée, le vendeur à découvert soit assujéti à un rachat d'office. Pour tenir compte des défauts causés par des problèmes administratifs, cette exigence serait déclenchée à la date de règlement +2 jours. Il recommande que celle-ci incombe au courtier en placement et qu'une dispense soit envisagée pour les autres activités pouvant entraîner un retard de règlement légitime.

Question :

8. Est-ce que des exigences de dénouement ou de rachat d'office similaires à celles que l'on observe aux États-Unis et dans l'Union européenne pourraient être avantageuses pour les marchés des capitaux canadiens? Veuillez fournir les motifs et les données justifiant les coûts et les avantages de ces exigences pour les participants aux marchés.

Conclusion

Comme nous l'avons déjà évoqué, nous estimons que le régime réglementaire canadien applicable aux ventes à découvert est, de manière générale, conforme aux quatre principes de l'OICV pour une réglementation efficace de la vente à découvert. Toutefois, nous sommes conscients des points soulevés par les différents intervenants, y compris des préoccupations parfois exprimées. Dans le présent avis, nous sollicitons des commentaires sur les sujets traités plus haut. Outre des réponses aux questions posées ci-dessus, nous souhaitons aussi obtenir des commentaires sur d'autres aspects de la vente à découvert qui, de l'avis des intervenants, pourraient faire l'objet d'une intervention réglementaire.

³⁹ Ibid 34.

⁴⁰ Aux États-Unis, la Rule 204 *Close-out requirement* de la *Regulation SHO*, au <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-242/subject-group-ECFR1607681c7b4f78d/section-242.204>, oblige les courtiers participants d'une agence de compensation et de dépôt inscrite à prendre des mesures pour dénouer tout défaut de livraison de positions. Le courtier doit acheter ou emprunter la même quantité de titres de nature similaire au plus tard trois jours après l'opération, ou cinq jours dans le cas d'activités légitimes de tenue de marché.

⁴¹ Il est question de l'obligation prévue à l'article 15, *Procédure de rachat*, du règlement de l'Union européenne sur la vente à découvert, au <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0236>, voulant qu'une contrepartie centrale d'un État membre qui fournit des services de compensation pour les actions veille notamment, dès lors qu'une personne physique ou morale qui vend des actions n'est pas en mesure de fournir les actions pour le règlement dans un délai de quatre jours ouvrables après la date à laquelle le règlement est dû, à ce que des procédures de rachat des actions soient automatiquement lancées afin d'assurer la livraison contre le règlement. Il est à noter que cette obligation est retirée du règlement depuis mars 2022, et ce, jusqu'au 2 novembre 2025. Voir <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1930>. Le 10 novembre 2022, le Parlement européen a publié un projet de rapport, au https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-736678_FR.pdf, dans lequel il propose de supprimer le régime de rachat d'office.

Partie 3. Commentaires

Veillez transmettre vos commentaires par écrit au plus tard le 8 mars 2023 aux adresses suivantes :

M^e Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour Cominar
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : 514 864-63811
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West, 22nd floor
Toronto (Ontario) M5H 3S8
comments@osc.gov.on.ca

Partie 4. Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser aux membres suivants du personnel des ACVM et de l'OCRCVM :

Serge Boisvert
Analyste expert à la réglementation
Autorité des marchés financiers
Serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
Analyste en produits dérivés
Autorité des marchés financiers
Roland.geiling@lautorite.qc.ca

Timothy Baikie
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
tbaikie@osc.gov.on.ca

Hanna Cho
Legal Counsel, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
hcho@osc.gov.on.ca

Ruxandra Smith
Senior Accountant, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
ruxsmith@osc.gov.on.ca

Jesse Ahlan
Regulatory Analyst, Market Structure
Alberta Securities Commission
Jesse.ahlan@asc.ca

Michael Grecoff
Securities Market Specialist
British Columbia Securities Commission
mgrecoff@bcsc.bc.ca

H. Zach Masum
Manager, Legal Services
British Columbia Securities Commission
zmasum@bcsc.bc.ca

Tyler Ritchie
Investigator
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Tyler.Ritchie@gov.mb.ca

Doug Harris
General Counsel, Director of Market Regulation
and Policy and Secretary
Nova Scotia Securities Commission
Doug.harris@novascotia.ca

Theodora Lam
Avocate principale aux politiques, Politique de
réglementation des marchés
Organisme canadien de réglementation du
commerce des valeurs mobilières
tlam@iiroc.ca

Kevin McCoy
Vice-président à la conformité des marchés et
aux politiques
Organisme canadien de réglementation du
commerce des valeurs mobilières
kmccoy@iiroc.ca

HISTOIRE DE LA RÉGLEMENTATION DE LA VENTE À DÉCOUVERT AU CANADA

La réglementation de la vente à découvert a connu une évolution constante au Canada. Services de réglementation du marché inc. (SRM), organisme que l'OCRCVM a remplacé, a commencé dès 2002 à imposer aux participants⁴² les exigences suivantes des RUIM :

- l'interdiction de vendre un titre à découvert sur un marché, sauf si le prix est au moins égal au dernier cours vendeur (critère relatif à la variation du cours ou règle concernant la variation du cours);
- l'obligation de désigner les ordres et les transactions comme « ventes à découvert » sur un marché;
- le dépôt de relevés des positions à découvert⁴³.

Ces exigences tiennent compte des règles sur la vente à découvert dont disposent déjà les bourses ayant retenu les services de SRM comme fournisseur de services de réglementation.

Au cours des années suivantes, l'OCRCVM a augmenté ces exigences et y a notamment⁴⁴ intégré des dispenses⁴⁵ particulières du critère relatif à la variation du cours, conformément aux Principes sur la réglementation des ventes à découvert de l'OICV⁴⁶.

⁴² Au sens du paragraphe 1.1 des RUIM, un participant s'entend notamment d'un courtier inscrit conformément à la législation en valeurs mobilières d'un territoire qui est i) membre d'une bourse, ii) utilisateur d'un SCDO ou iii) adhérent d'un SNP.

⁴³ Voir l'annexe B – *Text of the Universal Market Integrity Rules* contenu dans la [décision de reconnaissance de Services de réglementation du marché inc.](#) ayant pris effet le 14 février 2002 (en anglais seulement).

⁴⁴ Par exemple, l'OCRCVM a apporté des précisions sur les questions suivantes :

- ce qui est considéré comme une vente à découvert et les circonstances dans lesquelles une personne serait considérée comme propriétaire d'un titre (voir l'AIM [2004-020](#), *Ventes de titres restreints* (13 août 2004); l'AIM [2004-023](#), *Dispositions relatives aux ventes à découvert* (27 août 2004); l'AIM [2005-028](#), *Vente de titres assujettis à des restrictions quant au transfert uniquement aux États-Unis* (29 juillet 2005); l'AIM [2006-002](#), *Opérations sur titres vendus avant l'émission* (30 janvier 2006) et l'AIM [2006-010](#), *Désignations et restrictions applicables aux ventes à découvert* (7 avril 2006);
- ce qui est considéré comme une position à découvert; il a aussi rappelé aux participants et aux personnes ayant droit d'accès la manière de produire les relevés des positions à découvert (voir l'AIM [2003-011](#), *Relevés des positions à découvert* (27 mai 2003) et l'AIM [2007-022](#), *Calcul et déclaration de positions à découvert* (29 octobre 2007)).

⁴⁵ Voir la dispense de 2005 concernant les ordres de base (AIM [2005-010](#), *Dispositions concernant un ordre de base* (8 avril 2005)); celle de 2007 concernant les ordres au cours de clôture (AIM [2007-002](#), *Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007)); celle concernant une vente effectuée conformément à l'exigence de déplacer le marché en vue d'exécuter une transaction à un prix inférieur au cours du marché (AIM [2008-008](#), *Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (16 mai 2008)) et celle visant les personnes ayant des « obligations de négociation établies par un marché » (Avis de l'OCRCVM [11-0251](#), *Dispositions se rapportant aux obligations du teneur de marché et relatives aux lots irréguliers et aux autres obligations de négociation établies par un marché* (26 août 2011)).

⁴⁶ En juin 2009, l'OICV a publié un [rapport sur la réglementation des ventes à découvert](#) (en anglais seulement) énonçant quatre principes pour une réglementation efficace des ventes à découvert. Les dispenses des restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert dans le cadre d'activités de tenue du marché et d'arbitrage prévues par les RUIM étaient conformes au quatrième principe de l'OICV stipulant que la réglementation des ventes à découvert devrait permettre des exceptions indiquées à l'égard de certains types de transactions, et ce, en vue de garantir le fonctionnement et l'évolution efficaces du marché ([Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées](#), page 21).

A. Aperçu du régime réglementaire canadien de la vente à découvert et des transactions échouées

Pour garantir l'efficacité générale de la réglementation des opérations sur titres de capitaux propres au Canada, l'OCRCVM a pris les mesures suivantes, qui ont mené à la modification de 2008 des RUIIM :

i. Révision stratégique du régime de vente à découvert des RUIIM

L'OCRCVM a lancé une révision stratégique dans le cadre de laquelle il s'est notamment penché sur le régime des RUIIM⁴⁷ encadrant la vente à découvert par les moyens suivants :

- la tenue d'une série de tables rondes dans l'ensemble du Canada⁴⁸, où les répondants :
 - ont manifesté leur appui à une interdiction de la manipulation du marché, plutôt qu'à des restrictions quant au cours visant les ventes à découvert;
 - se sont montrés peu favorables à l'importation des obligations d'emprunt préalable américaines;
- un examen des publications spécialisées sur la vente à découvert, qui indique que la règle sur la variation du cours est d'une utilité limitée pour freiner les baisses du marché et peut avoir une incidence négative sur la formation des cours, ce qui pourrait limiter tout effet bénéfique sur la prévention de la manipulation des marchés;
- un examen de la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées dans d'autres territoires, dont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon.

ii. Groupe de travail sur les questions liées aux ventes à découvert et aux transactions échouées

SRM et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (**ACCOVAM**), tous deux des organismes que l'OCRCVM a remplacés, ainsi que les ACVM et le personnel de la CDS, de la Bourse de Toronto (**TSX**) et de la Bourse de Montréal, ont poussé davantage l'étude des ventes à découvert et ont formé un groupe de travail sur les questions liées aux ventes à découvert et aux transactions échouées (le **Groupe de travail**)⁴⁹. Celui-ci surveillait l'évolution des projets réglementaires aux États-Unis, dont le projet pilote SHO⁵⁰ de la SEC en 2004 cherchant à évaluer l'efficacité et la nécessité des restrictions quant au cours (critère relatif à la variation des cours) visant les ventes à découvert. Il a aussi étudié les données sur les transactions échouées pour la période de novembre 2004 à février 2005 et a constaté

⁴⁷ Voir l'AIM [2004-026](#), *Révision stratégique des règles universelles d'intégrité du marché* (4 octobre 2004), l'AIM [2007-017](#) – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (7 septembre 2007) et l'[Avis de l'OCRCVM 08-0143](#) – *Avis d'approbation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008).

⁴⁸ SRM a organisé une série de tables rondes à Montréal, Toronto, Calgary et Vancouver avec des représentants de maisons de courtage, tant du côté vendeur que du côté acheteur, de marchés et de cabinets d'avocats ([AIM 2004-026](#)).

⁴⁹ Voir l'AIM 2007-017 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (7 septembre 2007) à la page 14 et l'[Avis de l'OCRCVM 08-0143](#) – *Avis d'approbation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008).

⁵⁰ Voir la [décision n° 34-50104 de la SEC](#) du 28 juillet 2004 et le rapport intitulé [Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot](#) (Securities and Exchange Commission, Office of Economic Analysis, 6 février 2007) (tous en anglais seulement).

L'Étude SHO est parvenue à la conclusion que la suppression des restrictions quant au cours à l'égard des titres inclus dans le cadre du projet pilote avait eu un effet sur la mécanique des ventes à découvert, sur les décisions quant à l'acheminement des ordres, sur la profondeur affichée et la volatilité au sein du même jour de bourse, mais, dans l'ensemble, n'avait pas eu d'incidence néfaste sur la qualité ou la liquidité du marché (voir aussi l'AIM 2007-017 à compter de la page 10).

que le cours des transactions échouées relatif aux titres figurant sur la « liste de transactions échouées »⁵¹ en employant les critères américains ne compterait que pour environ 12,2 % seulement du cours de l'ensemble des transactions échouées⁵².

L'OCRCVM s'est donc demandé si les avantages d'une « liste de transactions échouées » à l'américaine pour les marchés canadiens en 2007 justifieraient son coût en raison de ce qui suit :

- le rapport entre les ventes à découvert et les transactions échouées aux États-Unis n'existait pas au Canada étant donné la présence de restrictions uniformisées en matière de vente à découvert sur tous les marchés canadiens des titres de capitaux propres;
- en règle générale, les niveaux plus faibles d'échec des transactions au Canada qu'aux États-Unis;
- le fait que les échecs des transactions visant des titres figurant sur la liste de transactions échouées ne comptaient que pour un pourcentage limité de la valeur de ces transactions.

*iii. Étude de 2007 sur les transactions échouées*⁵³

Afin d'obtenir des données sur la fréquence des transactions échouées, y compris sur la contribution des ventes à découvert à la survenance des transactions échouées, l'OCRCVM a réalisé une étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens (**l'étude de 2007 sur les transactions échouées**). Les résultats, publiés en avril 2007, indiquaient qu'une vente à découvert avait une moins grande probabilité d'échec que les transactions en général et que le principal motif des transactions échouées relevait de l'erreur administrative. À l'époque, l'OCRCVM avait conclu que les notions de la réglementation des ventes à découvert et de la réglementation des transactions échouées étaient distinctes et que les mesures adoptées afin d'enrayer les transactions échouées devraient être suffisamment larges afin d'encourager le règlement en temps opportun des transactions dans toutes les circonstances. Par conséquent, l'OCRCVM a recommandé l'étude approfondie de ce qui suit :

- l'élimination de l'exigence de dépôt des relevés de positions à découvert ou leur remplacement par des renseignements sommaires périodiques visant les ventes à découvert réalisées sur les marchés;
- l'instauration d'un « rapport sur les transactions échouées » qui serait déposé si un compte omet de remettre des titres vendus par le compte dans une durée déterminée suivant la date de règlement;
- l'instauration de dispositions nécessitant qu'un fournisseur de services de réglementation approuve des annulations et modifications postérieures à des transactions.

⁵¹ Le Groupe de travail a élaboré une « liste de transactions échouées » en utilisant des seuils issus de la *Regulation SHO* (soit des positions d'échecs moyennes sur une période de cinq jours visant au moins 10 000 actions qui correspondent à au moins 0,5 % des actions émises et en circulation de l'émetteur). L'application de ces critères aurait fait en sorte qu'une moyenne de 30 émetteurs auraient figurés sur la « liste de transactions échouées » en février 2005 (AIM 2007-017, page 14).

⁵² Voir l'AIM 2007-017, Avis de consultation – *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (7 septembre 2007) et l'Avis de l'OCRCVM 08-0143 – Avis d'approbation – *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008).

⁵³ *Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens* (Services de réglementation du marché inc., avril 2017)

iv. Étude de 2008 sur les tendances⁵⁴

Dans le cadre de son mandat permanent de surveillance des activités de négociation sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres en vue de garantir que ses règles d'intégrité du marché s'appuient sur des données pertinentes à jour, l'OCRCVM a réalisé une étude des tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées (**l'étude de 2008 sur les tendances**) et a publié son rapport en 2009, dans lequel sont présentées, parmi d'autres, les constatations suivantes :

- le volume des ventes à découvert avait tendance à être inférieur à celui des ventes provenant de positions acheteur, mais leur valeur avait tendance à être supérieure (indiquant une concentration de l'activité de vente à découvert visant des titres plus liquides de sociétés à plus forte capitalisation sur chacun des marchés);
- outre la hausse des ventes à découvert de titres intercotés, il n'y avait eu aucune évolution importante à l'égard de la tendance des ventes à découvert comparativement à la négociation des titres en général;
- le nombre de transactions échouées en pourcentage du nombre global de transactions avait généralement été à la baisse au cours de la période visée par l'étude.

Les constatations contenues dans l'étude de 2008 sur les tendances ne venaient pas appuyer la nécessité pour le Canada de reproduire les mesures alors prises par la SEC concernant la vente à découvert, dont le projet de *Regulation SHO*.⁵⁵

B. Modification des RUIM en 2008

Les résultats des travaux décrits ci-dessus ont mené à la décision de l'OCRCVM d'apporter des modifications aux RUIM en ce qui concerne la vente à découvert et les transactions échouées en 2008 (la **modification de 2008 des RUIM**), dont les suivantes :

i. Ajout de restrictions à la vente à découvert

L'OCRCVM a modifié les RUIM en vue de prévoir la capacité d'interdire la vente à découvert de certains titres ou certaines catégories de titres en temps réel (un **titre inadmissible à une vente à découvert**⁵⁶) et de réagir à l'évolution de la négociation lorsque les taux de transactions échouées deviennent excessifs⁵⁷.

L'OCRCVM a aussi donné des précisions sur les exigences qu'un vendeur doit remplir pour être considéré comme le propriétaire des titres au moment de la vente, y compris sur le fait que s'il n'a pas

⁵⁴ Avis de l'OCRCVM 09-0037, *Tendances récentes relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (4 février 2009).

⁵⁵ Voir, par exemple, l'obligation de dénouement ferme T+3 introduit par la SEC en 2008 ([décision n° 34-58572 de la SEC](#) (17 septembre 2008)).

⁵⁶ Avis de l'OCRCVM 08-0143, *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008).

⁵⁷ Par exemple, l'OCRCVM pourrait avoir connaissance de défaillances systémiques dans le cadre du règlement de transactions visant un titre déterminé ou une catégorie de titres déterminée grâce à sa surveillance des relevés de transactions échouées, à la publication d'avis de « rachat d'office » par la CDS, à une proportion croissante de ventes à découvert sur le marché ou à des mouvements inhabituels de cours ou de volume, etc. (voir l'Avis de l'OCRCVM 08-0143, *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008) à la page 13).

pris l'ensemble des mesures nécessaires afin d'avoir légalement droit au titre, le vendeur est réputé effectuer une vente à découvert et l'ordre devrait ainsi être désigné en conséquence⁵⁸.

ii. Surveillance accrue des transactions échouées

L'OCRCVM a exigé que les participants et les personnes ayant droit d'accès déclarent les « transactions échouées » qui demeurent non réglées 10 jours de bourse après la date de règlement initiale de la transaction (**RTÉPP**)⁵⁹. Il a aussi mis en place un nouveau système Web de dépôt des RTÉPP en vue de cerner les échecs « problématiques » et de lui permettre d'évaluer les motifs de l'échec et de surveiller les mesures prises afin de régler le problème⁶⁰. En outre, il a intégré une disposition anti-échappatoire en vue d'interdire aux participants et aux personnes ayant droit d'accès de saisir une opération ou une série d'opérations dans le but de « reclasser chronologiquement » le défaut pour éviter d'avoir à produire un RTÉPP, ce qui contreviendrait à l'exigence de la règle 2.1 des RUIM de faire preuve de transparence et de loyauté dans la négociation.

iii. Surveillance accrue des transactions annulées ou modifiées

L'OCRCVM a interdit l'annulation ou la modification⁶¹ d'une transaction, sauf si celle-ci était faite par l'OCRCVM ou s'il en était avisé (**RMAT**)⁶². Les RMAT permettent à l'OCRCVM d'examiner la modification ou l'annulation et de garantir qu'elle a été réalisée pour un motif valable et ne fait pas partie d'une manœuvre de négociation manipulatrice ou trompeuse⁶³.

L'OCRCVM a poursuivi la surveillance des ventes à découvert et des transactions échouées et a rehaussé son régime de surveillance afin de déterminer si d'autres mesures réglementaires seraient nécessaires.

⁵⁸ Par exemple, en ce qui concerne la levée d'options et l'exercice de droits ou de bons de souscription, toutes les mesures nécessaires comprennent : avoir effectué tout paiement requis, présenté à la personne qui s'impose tous formulaires ou avis requis et remis, le cas échéant, à la personne indiquée tous certificats à l'égard de titres devant être convertis, échangés ou faire l'objet d'une levée ou d'un exercice (Avis de l'OCRCVM 08-0143, page 15).

⁵⁹ L'OCRCVM a mis en œuvre l'obligation de fournir un RTÉPP pour l'ensemble des transactions exécutées sur un marché qui sont réglées par les moyens suivants :

- la fonctionnalité du règlement net continu (RNC) le 1^{er} juin 2011 (Avis de l'OCRCVM [11-0161](#), *Rappel concernant la déclaration de transactions échouées sur une période prolongée* (19 mai 2011));
- la fonctionnalité *trade-for-trade* de la CDS le 15 avril 2013 (Avis de l'OCRCVM [13-0014](#), *Date de mise en œuvre de la déclaration de transactions échouées sur une période prolongée dans le cadre de la fonctionnalité « trade-for-trade »* (14 janvier 2013)).

⁶⁰ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011), page 9, et Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁶¹ Modification du cours ou du volume de la transaction ou de la date de règlement de la transaction (voir la [règle 7.11 des RUIM](#)).

⁶² L'OCRCVM a mis en œuvre l'exigence relative aux RMAT le 1^{er} juin 2011 (voir l'Avis de l'OCRCVM [11-0079](#), *Date de mise en œuvre de la déclaration de modifications et annulations de transactions* (25 février 2011)).

⁶³ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011), page 32, et Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

Les mesures suivantes adoptées par l'OCRCVM et des études complémentaires ont ultimement mené à d'autres modifications des RUIM en 2012 :

iv. Nouvelles alertes

L'OCRCVM a mis en place des alertes supplémentaires qui dépistaient les changements dans la tendance historique des ventes à découvert à l'égard d'un titre déterminé. Ces alertes lui permettent d'établir si les ventes à découvert commencent à être concentrées au sein de courtiers ou de clients déterminés⁶⁴. Si des niveaux inhabituels de ventes à découvert sont dépistés, l'OCRCVM a également la possibilité de prendre les mesures suivantes :

- intervenir afin de modifier ou d'annuler les cours de toute transaction jugée « déraisonnable »;
- imposer une interruption de la négociation d'un titre déterminé sur tous les marchés⁶⁵.

C. Études réalisées après la modification de 2008 des RUIM

i. Étude de l'interdiction des ventes à découvert⁶⁶

Dans le cadre de sa surveillance des possibilités d'arbitrage réglementaire, l'OCRCVM a réalisé une étude (**l'étude de l'interdiction des ventes à découvert**) en vue d'évaluer l'incidence des [ordonnances des ACVM](#)⁶⁷ (les **ordonnances**) interdisant la vente à découvert de titres de certains émetteurs du secteur financier inscrits à la cote de la TSX et aussi à celle d'une bourse aux États-Unis (les **sociétés financières restreintes**). Ces ordonnances temporaires ont été rendues par les autorités membres des ACVM à titre de mesure de précaution afin d'éviter l'arbitrage réglementaire à l'égard des ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier en conséquence d'initiatives prises par la Securities and Exchange Commission visant à interdire la vente à découvert de ces titres.

L'étude de l'interdiction des ventes à découvert comparait les taux d'échec des transactions visant des titres de sociétés financières restreintes à ceux visant des titres d'autres émetteurs du secteur financier inscrits uniquement à la cote de la TSX (les **sociétés financières non restreintes**). L'analyse couvrait la

⁶⁴ Avis de l'OCRCVM 08-0143, *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008), Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011) et Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁶⁵ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011), page 8, et Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁶⁶ Avis de l'OCRCVM 09-0038, *Incidence de l'interdiction de ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier* (4 février 2009).

⁶⁷ Avis de l'OCRCVM 08-0098, *Rappel concernant les obligations dans le cadre de la réalisation de ventes à découvert* (22 septembre 2008) et Avis de l'OCRCVM [08-0101](#), *Mise à jour du rappel concernant les obligations dans le cadre de la réalisation de ventes à découvert* (23 septembre 2008). Bien que les Avis de l'OCRCVM 08-0098 et [08-0101](#) renvoyaient aux ordonnances rendues par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), d'autres autorités membres des ACVM, comme l'[Autorité des marchés financiers](#), l'[Alberta Securities Commission](#) et la [British Columbia Securities Commission](#), ont aussi rendu des ordonnances similaires assorties des mêmes conditions que celles imposées par la CVMO.

durée des ordonnances⁶⁸ ainsi que les périodes précédant et suivant leur entrée en vigueur. En février 2009, l'OCRCVM a publié les conclusions suivantes concernant la publication des ordonnances :

- elle ne semble pas avoir eu une incidence marquée sur le cours des titres soit de sociétés financières restreintes soit de sociétés financières non restreintes (les deux ont connu un meilleur rendement que l'indice repère du rendement sur le marché);
- elle semble avoir eu une incidence considérable sur la qualité du marché à l'égard de la négociation de titres de sociétés financières restreintes en :
 - réduisant la liquidité disponible à l'égard des titres de sociétés financières restreintes;
 - augmentant l'« écart » à l'égard des titres de sociétés financières restreintes tel que mesuré par la différence entre les cours acheteur et vendeur à la clôture.

ii. Étude de 2011 sur les titres inscrits à la TSXV⁶⁹

Pour vérifier si la vente à découvert était la cause de la chute marquée des cours, ou y contribuait, l'OCRCVM a mené et publié une étude pluriannuelle (**l'étude de 2011 sur les titres inscrits à la TSXV**) portant sur la relation entre le mouvement des cours et l'activité de vente à découvert à la TSXV qui s'échelonnait du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010, alors que les négociations à la TSXV faisaient l'objet de restrictions sur le cours des ventes à découvert⁷⁰. L'OCRCVM a constaté que les cours et les taux des ventes à découvert avaient tendance à fluctuer en tandem et que, pour les périodes qui ont connu les baisses des cours les plus importantes, les « vendeurs à découvert » achetaient des titres sur le marché pour couvrir leur position, soutenant ainsi les cours⁷¹. Les données tirées de l'étude de 2011 sur les titres inscrits à la TSXV laissent entendre aussi que⁷² :

- la chute marquée des cours observée entre juillet 2008 et décembre 2008 n'était ni causée ni exacerbée par l'activité de vente à découvert;
- le critère relatif à la variation du cours ne constituait pas un outil efficace afin de limiter les chutes importantes, rapides et systémiques des cours.

iii. Étude de 2011 sur les tendances⁷³

L'OCRCVM a aussi mis à jour son étude de 2008 sur les tendances par la publication d'une étude pluriannuelle sur les tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées au cours de la période du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010 (**l'étude de 2011 sur les tendances**). Cette étude a démontré que les taux de ventes à découvert sont demeurés relativement constants tout au long de la période et que les taux des transactions échouées ont diminué en général. D'après l'étude de 2011 sur les tendances et ses études empiriques antérieures, l'OCRCVM a constaté

⁶⁸ Les ordonnances de la CVMO ont été en vigueur du 22 septembre au 8 octobre 2008.

⁶⁹ OCRCVM, *Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX* (février 2011).

⁷⁰ Entre le 1^{er} mai 2007 et le 30 avril 2010, la vente à découvert d'un titre ne pouvait être réalisée à un prix inférieur à son dernier cours vendeur (critère relatif à la variation du cours).

⁷¹ Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012), page 8.

⁷² OCRCVM, *Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX* (février 2011).

⁷³ Avis de l'OCRCVM 11-0078, *Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (25 février 2011).

que le marché canadien n'avait pas connu de problèmes avec les ventes à découvert, en particulier les ventes à découvert sans livraison, et les transactions échouées qu'ont éprouvés d'autres territoires.

*iv. Étude sur le coupe-circuit pour vente à découvert*⁷⁴

Pour établir s'il devait envisager des exigences en matière de coupe-circuit pour vente à découvert similaires à celles de la SEC à ce moment-là, l'OCRCVM a surveillé et examiné, entre le 28 février et le 29 avril 2011, l'activité de vente à découvert sur les marchés canadiens visant des titres intercotés à l'égard desquels un coupe-circuit pour vente à découvert avait été déclenché aux États-Unis. Les études empiriques qu'a menées l'OCRCVM ne lui ont pas permis d'établir des relations entre les baisses rapides des cours et une activité inhabituelle des ventes à découvert ni n'ont fait la preuve d'une migration systématique de l'activité de vente à découvert visant des titres intercotés vers les marchés canadiens lorsque des coupe-circuits pour vente à découvert s'appliquaient aux États-Unis. L'OCRCVM a conclu qu'il n'était pas nécessaire d'adopter au Canada un système de coupe-circuits ni de règles de rechange sur la variation du cours similaires à ce que prévoit la *Rule 201* de la SEC⁷⁵.

D. Modification des RUIM en 2012

S'appuyant sur la preuve empirique émanant des études susmentionnées sur les ventes à découvert et les transactions échouées sur le marché canadien, l'OCRCVM a modifié les RUIM en mars 2012 afin d'abroger le critère relatif à la variation du cours (la **modification de 2012 des RUIM**)⁷⁶. Cette modification empruntait le sillon tracé par la levée des restrictions quant au cours applicables aux ventes à découvert que la SEC a mise en application le 7 juillet 2007 suivant un projet pilote mené sur plusieurs années qui était parvenu à la conclusion que les restrictions quant au cours n'avaient aucune incidence sur les cours sur le marché⁷⁷. Avant la modification de 2012 des RUIM, l'OCRCVM devait accorder une dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de titres intercotés à une bourse des États-Unis⁷⁸.

D'après les études qu'il a menées, l'OCRCVM est d'avis qu'il existe de meilleurs mécanismes que le critère relatif à la variation du cours pour repérer les ventes à découvert abusives et y remédier⁷⁹, et a

⁷⁴ OCRCVM, *Examen de la négociation sur les marchés canadiens des capitaux propres de titres intercotés visés par le coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis* (février 2012).

⁷⁵ Selon la *Rule 201* de la *Regulation SHO*, si un titre baisse en valeur d'au moins 10 % par rapport au cours de clôture sur le marché principal à la cote duquel le titre est inscrit le jour de bourse précédent, un seuil de déclenchement serait déclenché et toute vente à découvert pendant le reste de ce jour de bourse et le prochain jour de bourse serait tenue d'être saisie moyennant un cours qui se situe à au moins un échelon de cotation au-dessus du meilleur cours acheteur national actuel.

⁷⁶ Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁷⁷ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011) et Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁷⁸ AIM [2007-014](#) – Orientation – *Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés* (6 juillet 2007).

⁷⁹ Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012), page 5.

mis en œuvre les nouveautés suivantes en matière de ventes à découvert et de transactions échouées dans le cadre de la modification de 2012 des RUIIM :

i. Obligations d'emprunt préalable dans certaines circonstances

Même si la vente à découvert sans attente raisonnable de règlement à la date de règlement était déjà interdite, puisqu'il s'agit d'une activité manipulatrice et trompeuse selon la règle 2.2 des RUIIM⁸⁰, l'OCRCVM a adopté les obligations d'emprunt préalable limitées suivantes en mars 2012, qui s'appliqueraient même en cas d'attente raisonnable de règlement⁸¹ : les participants ou les personnes ayant droit d'accès doivent prendre des dispositions pour emprunter les titres nécessaires au règlement avant de saisir un ordre de vente à découvert sur un marché visant un titre désigné par l'OCRCVM comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », ou si le participant a déjà déposé un RTÉPP par le passé à l'égard des comptes suivants :

- un compte client ou non-client :
 - le participant ne peut vendre à découvert des titres inscrits à la cote d'un marché pour le compte du client ou du non-client que dans les cas suivants :
 - il a pris des dispositions en vue d'emprunter les titres afin de régler la transaction qui en découle;
 - le participant est convaincu, après enquête raisonnable, que le motif sous-tendant la transaction échouée antérieure ne relevait pas d'un acte intentionnel ou négligent de la part du client ou du non-client.
- un compte propre : le participant ne peut vendre le titre déterminé à découvert sur un marché que dans les cas suivants :
 - il a pris des dispositions en vue d'emprunter les titres afin de régler la transaction qui en découle;
 - il a obtenu l'autorisation de l'OCRCVM de saisir l'ordre de vente à découvert sur un marché.

ii. Nouvelle désignation « dispensé de la mention à découvert »

L'OCRCVM a en outre pris des mesures supplémentaires pour accroître sa surveillance des ventes à découvert par l'adoption de la nouvelle désignation « dispensé de la mention à découvert »⁸², qui, par l'indication des transactions qui sont neutres sur le plan directionnel et ont un horizon d'un jour ou moins, a accru la capacité de l'OCRCVM de surveiller les ventes effectuées dans une stratégie directionnelle.

a. Consultations sur la transparence des ventes à découvert

Même si les ACVM et l'OCRCVM estimaient que le cadre réglementaire en vigueur après la modification de 2012 des RUIIM régissant les ventes à découvert et les transactions échouées au Canada était de manière générale conforme aux principes de l'OICV, ils ont publié le 2 mars 2012 un document de

⁸⁰ Dès qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès a connaissance de difficultés concernant l'obtention des titres nécessaires au règlement d'une vente à découvert, il n'a plus d'« attente raisonnable » pour régler une transaction qui en découle et, par conséquent, ne pourrait plus saisir d'autres ordres de ventes à découvert. Les participants ou les personnes ayant droit d'accès qui ne sont pas en mesure d'emprunter le titre pourraient se voir interdire la saisie de ventes à découvert. (*ibid.*, page 10)

⁸¹ *Ibid.*

⁸² *Ibid.*

consultation sur les mesures à prendre en matière de transparence relativement aux ventes et aux positions à découvert⁸³. Le document de consultation avait les objectifs suivants :

- décrire la démarche préconisée par un groupe de travail formé de membres du personnel des ACVM et de l'OCRCVM relativement aux questions entourant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées;
- fournir un contexte sur la réglementation des ACVM et de l'OCRCVM en matière de ventes à découvert et de transactions échouées au Canada;
- donner un aperçu de certaines interventions récentes au niveau international en matière de réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées;
- recueillir des commentaires sur des mesures supplémentaires qui pourraient s'avérer nécessaires ou souhaitables pour, d'une part, améliorer la déclaration réglementaire et la transparence des ventes à découvert et, d'autre part, introduire une certaine transparence des transactions échouées sur les marchés canadiens.

Aucun consensus ne s'était dégagé parmi les intervenants ayant répondu à la consultation autour de la nécessité d'apporter des améliorations. De fait, la majorité d'entre eux jugeaient adéquates les exigences actuelles des RUIM, dont la modification de 2012 des RUIM. Le groupe de travail avait ainsi conclu qu'aucune mesure supplémentaire n'était nécessaire ou souhaitable pour le moment, mais que la surveillance de l'évolution de la situation au pays et à l'étranger devrait se poursuivre⁸⁴.

b. Examen et surveillance continus

Dans le cadre de sa stratégie globale en matière de réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées, l'OCRCVM est d'avis qu'il faut accroître la transparence des activités de vente à découvert de manière à diffuser de l'information à jour sur le marché. En 2013, il a donc commencé à publier deux fois par mois sur son site Web le Rapport sommaire statistique sur les ventes à découvert⁸⁵. Le rapport montre la part des ventes à découvert dans l'activité de négociation totale visant chaque titre inscrit sur tous les marchés boursiers pour chaque période⁸⁶. Même si aucune source de données ne peut fournir un portrait « complet » de l'activité ou des positions de ventes à découvert, ces résumés de négociation bimensuels fournissaient des renseignements en temps opportun d'une manière rentable et complétaient les renseignements disponibles au moyen des relevés bimensuels des positions à découvert⁸⁷.

⁸³ Avis de consultation conjoint [23-312](#) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières : Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées (Bulletin de l'Autorité des marchés financiers Vol. 9 n° 9, 2 mars 2012).

⁸⁴ Avis [23-315](#) des ACVM et de l'OCRCVM, *Résumé des commentaires sur l'Avis de consultation conjoint 23-312 des ACVM et de l'OCRCVM – Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées*, 28 février 2013. (Bulletin de l'Autorité des marchés financiers Vol. 10 n° 8, 28 février 2013).

⁸⁵ Avis de l'OCRCVM 13-0020, *Publication du premier rapport sommaire sur les ventes à découvert* (21 janvier 2013).

⁸⁶ Les Rapports sommaires statistiques sur les ventes à découvert sont affichés sur le site Web de l'OCRCVM au <https://www.ocrsvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>.

⁸⁷ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis sur les règles – Avis de consultation – RUIM – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011), page 19, et Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

Afin de comprendre davantage et d'explorer à fond les enjeux qui se posent aux émetteurs à petite capitalisation, l'OCRCVM a tenu des tables rondes en 2014⁸⁸ et en 2016⁸⁹. En vue de faciliter les discussions à la table ronde de 2014, l'OCRCVM a analysé les données de négociation pour la période du 1^{er} janvier 2012 au 31 mars 2014 et constaté ce qui suit :

- depuis l'abrogation du critère relatif à la variation du cours, la proportion des ventes à découvert exécutées à un cours inférieur a augmenté pour atteindre 6,58 % des ventes à découvert; cependant, la grande majorité des ventes à découvert étaient toujours exécutées à un cours supérieur ou égal au dernier cours vendeur;
- malgré l'abrogation du critère relatif à la variation du cours, les ventes à découvert sont moitié moins susceptibles d'être exécutées à un cours inférieur que les autres ventes. Constat non moins intéressant, les ventes à découvert sont plus susceptibles d'être exécutées à un cours supérieur que les autres ventes.

En réponse aux discussions de la table ronde de 2016, l'OCRCVM a pris les mesures suivantes :

- il a commencé à publier deux fois par mois sur son site Web le Rapport consolidé des positions à découvert afin d'accroître la transparence des activités de vente à découvert⁹⁰;
- il a actualisé l'étude de 2007 sur les transactions échouées et publié celle de 2022 afin de mettre à jour l'information sur l'activité de vente à découvert et les transactions échouées au Canada.

⁸⁸ Avis de l'OCRCVM 14-0117, *Documents d'information pour la table ronde sur les marchés des titres de petite capitalisation de l'OCRCVM* (6 mai 2014).

⁸⁹ Avis de l'OCRCVM 16-0240, *Sommaire de la table ronde sur les défis qui se posent aux émetteurs de titres de petite capitalisation sur le plan de la structure des marchés* (20 octobre 2016).

⁹⁰ Avis de l'OCRCVM [18-0062](#), *Calcul et déclaration de positions à découvert* (22 mars 2018). Les Rapports consolidés des positions à découvert sont affichés sur le site Web de l'OCRCVM au <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>.

PROJETS RÉGLEMENTAIRES SUR L'INFORMATION ET LA DÉCLARATION DES POSITIONS DE VENTE À DÉCOUVERT À L'INTERNATIONAL

Les obligations d'information existantes en Europe font l'objet d'un examen. En particulier, l'Autorité européenne des marchés financiers (**ESMA**) a publié un document de consultation intitulé « Consultation Paper – *Review of certain aspects of the Short Selling Regulation*⁹¹ » dans lequel, notamment, elle sollicite des commentaires sur le cadre réglementaire en vigueur en matière de transparence et de déclaration des positions à découvert nettes. L'ESMA a publié son rapport définitif et l'a remis à la Commission européenne le 22 mars 2022. Elle y recommande des modifications visant à améliorer son fonctionnement, axées sur la clarification des procédures d'interdiction à court et à moyen termes, ainsi que son pouvoir d'intervention et y propose le rehaussement de ses règles encadrant les ventes à découvert non couvertes par l'adoption d'obligations de tenue de dossiers et l'harmonisation des sanctions. Le rapport présente aussi une analyse du cadre régissant la transparence et la publication des relevés des positions à découvert nettes⁹².

Aux États-Unis, la Financial Industry Regulatory Authority (**FINRA**) a publié un avis de consultation sur les améliorations possibles à apporter au régime de vente à découvert, y compris la modification des obligations en matière de déclaration des positions à découvert⁹³. Devant d'abord prendre fin le 4 août 2021, la période de consultation a été prolongée jusqu'au 30 septembre 2021. Si elles étaient mises en œuvre, les modifications changeraient le contenu de l'information déclarée à la FINRA, la fréquence de déclaration et l'information qui serait mise à la disposition du public.

Toujours aux États-Unis, le 18 novembre 2021, la SEC a publié pour une période de consultation de 30 jours le projet de nouvelle règle intitulée *Exchange Act Rule 10c-1* (le **projet de Rule 10c-1**), qui vise à accroître la transparence des opérations de prêt de titres. Par ce projet, elle souhaite obliger les prêteurs de titres à déclarer les modalités importantes des opérations de prêt de titres à une association nationale en valeurs mobilières enregistrée, comme la FINRA. Celle-ci mettrait une partie de l'information à la disposition du public⁹⁴. Le 25 février 2022, la SEC a fait savoir qu'elle avait relancé la consultation sur le projet de Rule 10c-1, laquelle a pris fin le 1^{er} avril 2022.

Le 25 février 2022, la SEC a proposé une nouvelle règle intitulée *Exchange Act Rule 13f-2* (le **projet de Rule 13f-2**)⁹⁵ ainsi que des modifications de la réglementation intitulée *Regulation SHO* et du programme en vertu du système national de marché (*national market system plan*) régissant la piste d'audit consolidée en vue d'augmenter la transparence des marchés en matière de vente à découvert. Le projet de Rule 13f-2 et de *Form SHO* obligerait les gestionnaires de portefeuille institutionnels à

⁹¹ Affiché au https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3914_consultation_paper_on_the_review_of_certain_aspects_of_the_short_selling_regulation.pdf

⁹² Voir le rapport définitif intitulé « Final Report – *Review of certain aspects of the Short Selling Regulation* » au https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10_final_report_-_short_selling_regulation_review.pdf.

⁹³ Voir le *Regulatory Notice 21-19 FINRA Requests Comments on Short Interest Position Reporting Enhancements and Other Changes Related to Short Sale Reporting*, au <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/21-19>.

⁹⁴ Fiche d'information disponible au <https://www.sec.gov/rules/proposed/2021/34-93613-fact-sheet.pdf>.

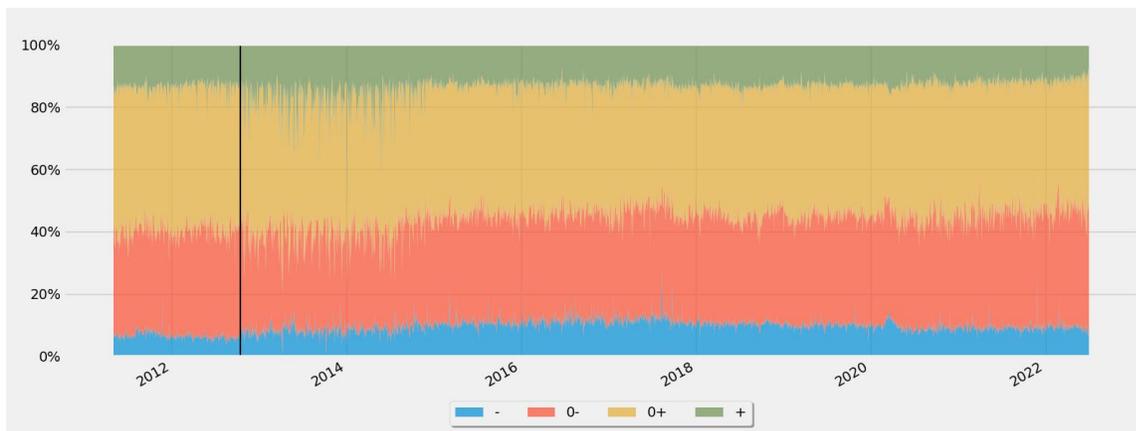
⁹⁵ Voir le projet de règle intitulé *Short Position and Short Activity Reporting by Institutional Investment Managers* au <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/34-94313.pdf>.

déposer chaque mois, au moyen du système EDGAR de la SEC, certaines données sur les ventes à découvert, dont une partie serait regroupée et rendue publique. Le *Form SHO* proposé serait déposé dans les 14 jours civils suivant la fin de chaque mois civil pour les titres de capitaux propres dépassant certains seuils. Cette information comprendrait le nom du titre, la position à découvert brute à la fin du mois et l'activité de négociation quotidienne ayant des répercussions sur la position à découvert brute déclarée par le gestionnaire pour chaque date de règlement de la période de déclaration mensuelle. La SEC publierait certains renseignements concernant les titres, dont le regroupement des positions à découvert brutes de l'ensemble des gestionnaires de portefeuille institutionnels assujettis. La période de consultation prolongée sur le projet de Rule 13f-2 s'est terminée le 26 avril 2022.

SÉLECTION DE RÉSULTATS DE LA SURVEILLANCE PAR L'OCRCVM DES VENTES À DÉCOUVERT À UN COURS INFÉRIEUR

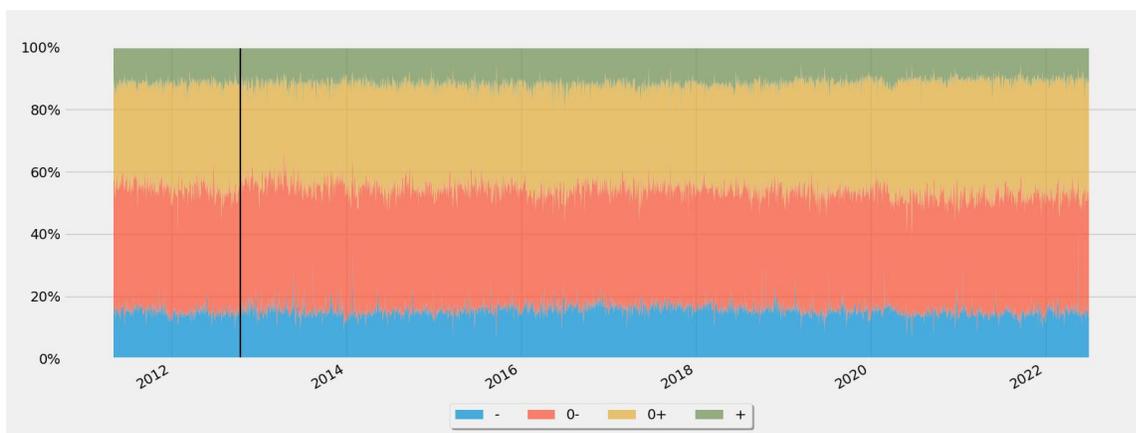
*** La ligne verticale indique le moment où les restrictions relatives à la variation du cours ont été levées.***

Fig. 1 : Composition du volume des ventes à découvert par échelon de cotation – TSX, tous les titres



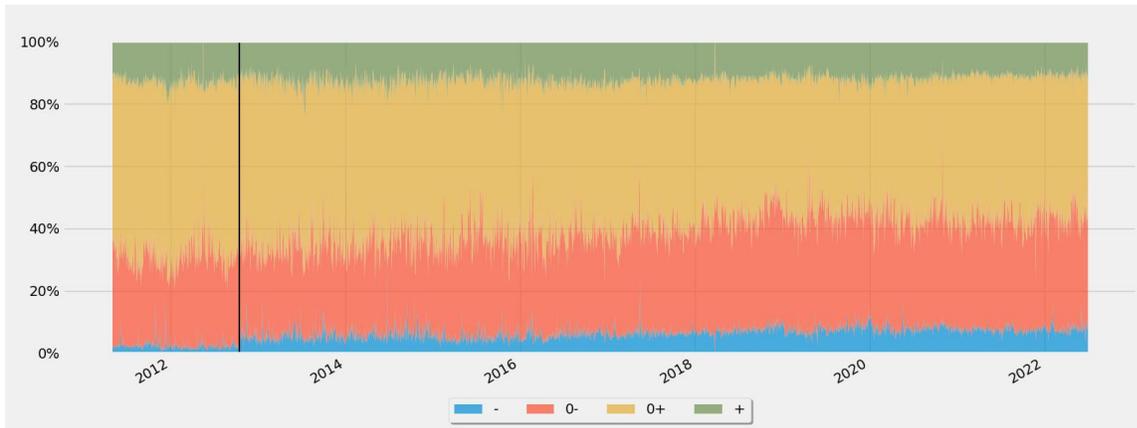
La figure 1 illustre la composition du volume des ventes à découvert de titres cotés à la TSX par échelon de cotation. De 2012 à 2022, le pourcentage des ventes à découvert de titres cotés à la TSX exécutées à un cours inférieur au précédent était d'environ 10 %. C'était seulement légèrement plus élevé qu'avant l'abrogation du critère relatif à la variation du cours.

Fig. 2 : Composition du volume des ventes couvertes (excluant les ordres dispensés de la mention à découvert [SME]) par échelon de cotation – TSX, tous les titres



La figure 2 illustre la composition du volume des ventes couvertes de titres cotés à la TSX (excluant les ordres SME) par échelon de cotation. De 2012 à 2022, le pourcentage des ventes couvertes de titres cotés à la TSX exécutées à un cours inférieur au précédent était d'environ 15 %.

Fig. 3 : Composition du volume des ventes à découvert par échelon de cotation – TSXV, tous les titres



La figure 3 illustre la composition du volume des ventes à découvert de titres cotés à la TSXV par échelon de cotation. De 2012 à 2022, le pourcentage des ventes à découvert de titres cotés à la TSXV exécutées à un cours inférieur au précédent était d'environ 8 %. C'était plus élevé qu'avant l'abrogation du critère relatif à la variation du cours.

Fig. 4 : Composition du volume des ventes couvertes (excluant les ordres SME) par échelon de cotation – TSXV, tous les titres



La figure 4 illustre la composition du volume des ventes couvertes de titres cotés à la TSXV (excluant les ordres SME) par échelon de cotation. De 2012 à 2022, le pourcentage des ventes couvertes de titres cotés à la TSXV exécutées à un cours inférieur au précédent était d'environ 12 %.

Les données de la TSX et de la TSXV sont fournies à titre substitutif pour les marchés qui cotent des titres de sociétés à petite capitalisation et les marchés qui cotent des titres de sociétés à grande capitalisation. Lorsque les restrictions relatives à la variation du cours ont été levées, la Bourse des

valeurs canadiennes (CSE) avait un nombre limité de titres inscrits à sa cote et l'activité sur son marché était limitée, tandis que la Bourse NEO (NEO) n'avait pas encore été lancée. Par conséquent, les données de la CSE et de la NEO étaient peu informatives.