

Avis conjoint 23-332 du personnel des ACVM et de l'OCRI
*Résumé des commentaires reçus et réponses concernant l'Avis
conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM, La vente à
découvert au Canada*

Le 16 novembre 2023

Le 8 décembre 2022, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'**OCRCVM**) (prédécesseur de l'Organisme canadien de réglementation des investissements (l'**OCRI**)), ont publié l'[Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM, La vente à découvert au Canada](#) (l'**Avis 23-329**) 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.

Ils ont reçu 23 mémoires d'un large éventail d'intervenants, dont des associations sectorielles, des bourses, des courtiers, des émetteurs et des particuliers.

Le personnel des ACVM et celui de l'OCRI (le **personnel** ou **nous**) remercient tous les intervenants d'avoir pris la peine de répondre. Il est possible de consulter leurs mémoires sur le site Web respectif de l'[Autorité des marchés financiers](#), de l'[OCRI](#) et de la [Commission des valeurs mobilières de l'Ontario](#). On en trouvera également un résumé, accompagné des réponses du personnel, à l'Annexe A.

En bref, aucun consensus n'existe quant au régime réglementaire approprié pour la vente à découvert. Ainsi, certains intervenants croient que les règles actuelles en la matière sont adéquates et que seules des modifications mineures y sont requises, le cas échéant. D'autres, au contraire, estiment qu'une révision plus à fond s'impose. Un seul prône l'interdiction de ce type d'opération. Par ailleurs, plusieurs intervenants prient les autorités de réglementation de considérer les répercussions qu'aura sur tout projet réglementaire le passage vers un cycle de règlement de un jour après l'opération l'année prochaine¹.

Nous réitérons ici le constat formulé dans l'Avis 23-329, à savoir 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. Elle peut aussi se révéler une stratégie légitime de gestion des investissements pour réduire le risque de

¹ Voir l'Avis 24-318 du personnel des ACVM, *Préparation à la mise en œuvre du cycle de règlement de un jour* (<https://www.fcnb.ca/sites/default/files/2022-02/2022-02-03-CSAN-24-318-F.pdf>)

portefeuille en couvrant les positions vendeur contre les positions acheteur, ce qui permet d'atténuer les pertes, peu importe la tendance du marché. En outre, à l'instar de nombreuses autres activités connexes à la négociation de titres, il peut s'agir d'un moyen de manipulation du marché. C'est pourquoi tout régime réglementaire se voulant équilibré doit s'attaquer aux activités qui nuisent aux émetteurs, aux investisseurs et aux marchés des capitaux en général (lesquelles ne se limitent pas à la vente à découvert). Il doit aussi prévoir un mécanisme de surveillance rigoureuse afin de détecter et de réprimer tout comportement préjudiciable. Comme il appert de certains mémoires, un régime trop restrictif risquerait d'inhiber les activités légitimes de vente à découvert, avec des retombées défavorables sur la liquidité et la formation des cours.

Sujets à approfondir

D'après les mémoires, les sujets suivants mériteraient une étude et une analyse plus poussées :

Obligations d'emprunt préalable

De l'avis de certains intervenants, les vendeurs à découvert devraient faire le nécessaire pour emprunter les titres vendus avant de saisir un ordre de vente à découvert sur un marché. D'autres suggèrent plutôt l'adoption d'une règle de « localisation » moins stricte qui obligerait le courtier réalisant ou facilitant une vente à découvert à estimer raisonnablement que les actions sont facilement disponibles pour emprunt à temps pour assurer la livraison à la date du règlement, sans nécessairement exiger qu'il prenne de dispositions en vue d'un emprunt à l'avance. Selon d'autres encore, rien ne prouve que les échecs de règlement posent un problème significatif, si bien que les autorités de réglementation doivent prendre garde aux coûts supplémentaires que toute nouvelle obligation en la matière pourrait faire rejaillir sur les participants au marché.

Traitement différent des émetteurs à petite capitalisation

Un soutien relativement minime a été exprimé en faveur d'un régime de vente à découvert qui ferait la distinction entre émetteurs à petite capitalisation et ceux à grande capitalisation. Certains intervenants jugent nécessaire de poursuivre les recherches et analyses avant de proposer des dispositions réglementaires à cet égard.

Abrègement du délai de déclaration des transactions échouées

Aucun consensus ne se dégage sur un éventuel abrègement de l'exigence actuelle de l'OCRI de déclarer les transactions échouées qui demeurent non réglées 10 jours de bourse après la date de règlement convenue. Quelques intervenants trouvent préférable, pour ce faire, d'attendre que le secteur se soit ajusté au passage au cycle de règlement de un jour après l'opération l'année prochaine.

Transparence

Ont été formulées un certain nombre de suggestions allant de l'instauration d'une obligation de déclaration publique des positions à découvert (au niveau du vendeur à découvert), comme c'est le cas dans l'Union européenne, à l'interdiction aux courtiers réalisant une vente à découvert d'utiliser le numéro de courtier « anonyme »². Si bien des intervenants croient qu'une plus grande transparence des ventes à découvert, des positions à découvert et des transactions échouées serait utile au marché, d'autres préviennent qu'une transparence excessive risque d'inhiber les activités de vente à découvert, avec des répercussions défavorables sur la liquidité et la formation des cours.

Exigences de rachat d'office et de dénouements des positions à découvert

Des intervenants sont en faveur de l'introduction d'exigences de rachat d'office³ ou de dénouement⁴ des positions à découvert similaires à celles observées aux États-Unis et à celles adoptées, mais non encore en vigueur, dans l'Union européenne.

Prochaines étapes

Quoiqu'aucune modification réglementaire en particulier ne soit proposée à ce moment-ci, le personnel examinera de plus près s'il convient d'en apporter dans le contexte canadien. Tout projet réglementaire subséquent serait publié pour consultation publique en temps et lieu.

L'OCRI réfléchit activement à des façons de préciser et de soutenir son exigence actuelle d'avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute opération de vente à découvert à la date de règlement. Sous réserve de l'approbation de son conseil, il entend publier des projets pour consultation au début de 2024. De tels projets de l'OCRI n'empêchent aucunement la tenue d'autres travaux en la matière.

Par ailleurs, les ACVM et l'OCRI sont censés former en début 2024 un groupe de travail composé de membres de leur personnel dans le but d'évaluer plus largement les enjeux liés à la vente à découvert dans le marché canadien, en commençant par l'analyse des éventuelles exigences de rachat d'office et de dénouement. Encore une fois, tout projet de modification réglementaire issu des recommandations de ce groupe ou résultant d'autres considérations, telles qu'en réponse à l'évolution réglementaire internationale, serait publié pour consultation publique en temps et lieu.

² Cette option permet aux courtiers de figurer en tant que courtier générique n°001 dans les registres publics d'ordres et d'opérations.

³ Le processus de rachat d'office est lancé par l'acheteur qui, à la date de règlement, n'a toujours pas reçu les titres achetés. L'acheteur achète alors les titres sur le marché pour couvrir le défaut de livraison, et le vendeur qui a omis de livrer assume toute augmentation de prix entre la date de la transaction échouée et celle de la ou des rachats. Le règlement de l'Union européenne sur les dépositaires centraux de titres ainsi que les normes techniques de réglementation connexes exigent qu'une procédure de rachat d'office soit engagée dans un délai prescrit. Ces dispositions ont été adoptées, mais leur date d'entrée en vigueur a été reportée à maintes reprises. Elle est maintenue prévue pour le 2 novembre 2025, sous réserve de la révision intégrale du règlement.

⁴ Les obligations de dénouement s'appliquent au courtier qui ne livre pas les titres vendus à la date de règlement (à l'occasion d'une vente couverte ou à découvert). Le courtier doit dénouer toute position où il y a eu défaut de livraison en empruntant les titres ou en les achetant sur le marché libre. Il s'agit de l'approche préconisée dans les Rules 203 et 204 de la SEC, qui prévoient les délais alloués pour le dénouement.

et tiendrait compte des retombées de la transition à un cycle de règlement de un jour après l'opération.

Questions

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

| | |
|---|--|
| <p>Serge Boisvert Analyste expert à la réglementation Direction de l'encadrement des activités de négociation Autorité des marchés financiers Serge.Boisvert@lautorite.qc.ca</p> | <p>Catherine Lefebvre Analyste experte aux OAR Direction de l'encadrement des activités de négociation Autorité des marchés financiers Catherine.Lefebvre@lautorite.qc.ca</p> |
| <p>Roland Geiling Analyste en produits dérivés Direction de l'encadrement des activités de négociation Autorité des marchés financiers Roland.Geiling@lautorite.qc.ca</p> | <p>Tim Baikie Senior Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tbaikie@osc.gov.on.ca</p> |
| <p>Yuliya Khraplyva Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ykhraplyva@osc.gov.on.ca</p> | <p>Kevin Yang Manager, Regulatory Strategy & Research Commission des valeurs mobilières de l'Ontario kyang@osc.gov.on.ca</p> |
| <p>Jesse Ahlan Senior Regulatory Analyst, Market Structure Alberta Securities Commission jesse.ahlan@asc.ca</p> | <p>Sasha Cekerevac Manager, Market Oversight Alberta Securities Commission Sasha.cekerevac@asc.ca</p> |
| <p>Michael Grecoff Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission MGrecoff@bcsc.bc.ca</p> | <p>Theodora Lam Directrice par intérim, Politique de réglementation des marchés Organisme canadien de réglementation des investissements tlam@iroc.ca</p> |
| <p>Amélie McDonald Conseillère juridique, valeurs mobilières Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick) amelie.mcdonald@fcnb.ca</p> | <p>Tyler Ritchie Market Surveillance – Investigator Commission des valeurs mobilières du Manitoba tyler.ritchie@gov.mb.ca</p> |

Annexe A

Résumé des commentaires reçus et réponses concernant l'[Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM](#), *La vente à découvert au Canada*

Liste des intervenants

1. Alève Mine
2. Alternative Investment Management Association
3. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
4. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
5. Association des gestionnaires de portefeuilles du Canada
6. Bourse des valeurs canadiennes
7. Canadian Advocacy Council of CFA Societies Canada
8. Cboe Global Markets, Inc., Bourse NEO Inc. et MATCHNow
9. Christian Levine Law Group
10. Cybin Inc.
11. Grant Sawiak
12. Groupe TMX Limitée
13. Institut canadien des relations avec les investisseurs
14. John Tyler
15. McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l
16. PI Financial Corp
17. RBC Marchés des Capitaux
18. Saputo Inc.
19. Save Canadian Mining
20. Services bancaires et marchés mondiaux – Banque Scotia
21. Stikeman Elliott, S.E.N.C.R.L., s.r.l.
22. TILT Holdings Inc.
23. Valeurs Mobilières TD Inc.

| Résumé des commentaires | Réponses |
|--|---|
| Commentaires généraux | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Les intervenants sont majoritairement d’avis que la vente à découvert constitue une pratique de négociation légitime qui est essentielle pour nos marchés des capitaux en ce qu’elle en améliore la liquidité, y facilite la formation des cours et en favorise l’efficacité. Un seul prône son interdiction. • De nombreux intervenants considèrent le régime canadien de réglementation de la vente au découvert comme fondamentalement sain du fait de l’équilibre approprié qu’il assure entre gestion du risque et efficacité. Quelques-uns le trouvent moins strict que son pendant européen, australien ou américain, et souhaiteraient voir instaurées des lignes directrices, orientations et dispositions réglementaires plus rigoureuses en la matière. • L’activité de vente à découvert en inquiète plus d’un, car elle a le potentiel de devenir abusive et est associée au risque de diffusion d’information fautive ou trompeuse. D’autres font remarquer que des actions manipulatoires ou trompeuses peuvent être entreprises sur les marchés, qu’il y ait ou non emprunt de titres. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous remercions tous ceux qui ont présenté des mémoires. • Comme l’indique l’Avis 23-329, nous sommes d’avis que la vente à découvert représente 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 en permettant aux perspectives négatives d’un émetteur de se refléter dans le cours de ses titres. Le régime réglementaire devrait, selon nous, enrayer toute activité qui accroît les risques pour les investisseurs et mine l’efficacité du marché. • Globalement, nous sommes conscients des effets négatifs des ventes à découvert abusives et encourageons quiconque possède des preuves de comportement répréhensible d’un vendeur à contacter l’autorité en valeurs mobilières de son territoire. De plus, l’OCRI continue de surveiller les stratégies de négociation potentiellement abusives, y compris celles impliquant la vente à découvert. En particulier, en gardant l’œil sur le marché en temps réel, il y suit de près et examine activement les cas de manipulation potentielle des cours lors des transactions, y compris les ordres en compte et à découvert et ceux dispensés de la mention à découvert, passés à l’égard de titres de capitaux propres. • Pour ce qui est de la diffusion d’information fautive ou trompeuse, il s’agit d’une infraction bien caractérisée dans le régime canadien d’encadrement des valeurs mobilières⁵. Tout vendeur à découvert qui répandrait une telle information serait passible de sanctions en vertu de ce régime. • Le Canada possède un régime de réglementation des valeurs mobilières développé qui interdit les activités manipulatoires et trompeuses et qui prévoit un processus rigoureux de surveillance des transactions échouées et des échecs de règlement par l’OCRI et |

| | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Un intervenant affirme que le système canadien de règlement des opérations est vulnérable aux abus et qu'il manque d'encadrement réglementaire et de mesures de sanction. | <p>les autorités de réglementation provinciales. Quiconque détient des preuves spécifiques d'inconduite, y compris en lien avec la vente à découvert ou le règlement d'une transaction, est invité à en faire part aux autorités de réglementation compétentes.</p> |
|---|---|

⁵ Paragraphe 4.1 de l'article 92 du *Securities Act* de l'Alberta; article 50 du *Securities Act* de la Colombie-Britannique; article 112.3 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Manitoba; article 181 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Nouveau-Brunswick; alinéa *b* du paragraphe 1 de l'article 122 du *Securities Act* de Terre-Neuve-et-Labrador; paragraphe 1 de l'article 146 de la *Loi sur les valeurs mobilières* des Territoires du Nord-Ouest; paragraphe 1 de l'article 132B du *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse; paragraphe 1 de l'article 146 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Nunavut; article 126.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario; article 55.11 du *Securities Act* de la Saskatchewan; articles 196 et 197 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec; paragraphe 1 de l'article 146 du *Securities Act* de l'Île-du-Prince-Édouard; paragraphe 1 de l'article 146 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Yukon; paragraphe 2.2 des *Règles universelles d'intégrité du marché* (les **RUIM**).)

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

- Les avis sont partagés sur cette question.
 - Huit intervenants souscrivent à l'introduction d'obligations d'emprunt préalable et de localisation similaires à celles aux États-Unis ou dans l'Union européenne, ou dans les deux.
 - D'aucuns font valoir que, dans son rapport final, le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario (le **Groupe de travail**) a conclu que le régime de vente à découvert ontarien n'est pas assez sévère et recommandé que l'OCRCVM révise ses RUIM pour exiger qu'un courtier en valeurs mobilières confirme qu'il est possible d'emprunter des valeurs mobilières avant d'accepter un ordre de vente à découvert.
 - Certains refusent l'imposition d'obligations d'emprunt préalable ou de localisation aux motifs suivants :
 - coût élevé pour le secteur ;
 - insuffisance d'éléments probants;
 - des recherches et des analyses supplémentaires seraient utiles au vu des résultats contradictoires de l'*Étude de l'OCRCVM sur les transactions échouées* (qui témoignaient de l'accroissement du nombre de transactions échouées au Canada, particulièrement dans le cas des titres de sociétés à petite capitalisation, comparativement aux études antérieures de cet organisme);
 - les pratiques des courtiers s'alignent déjà sur celles de leurs homologues américains : l'exigence, prévue par les RUIM, d'avoir une attente raisonnable de règlement à la date de règlement ne diffère pas tant de celle de localisation figurant dans la Regulation SHO des États-Unis, selon laquelle le courtier doit avoir des motifs raisonnables de croire que le
- Nous prenons acte des avis partagés des intervenants à cet égard et leur savons gré de leurs observations pour ou contre l'introduction d'obligations d'emprunt préalable et de localisation.
 - L'OCRI réfléchit activement aux façons de renforcer et de clarifier son exigence d'avoir une attente raisonnable de régler toute opération de vente à découvert à la date de règlement. Sous réserve de l'approbation de son conseil, il compte publier pour consultation des projets de modification pertinents au début de 2024. De tels projets de l'OCRI n'empêchent aucunement la tenue d'autres travaux en la matière.
 - Nous constatons que les obligations d'emprunt préalable peuvent être plus défavorables à ceux d'entre les courtiers (et aux clients de ces derniers) qui n'ont peut-être pas accès au même portefeuille de titres disponibles pour emprunt que d'autres, ce qui risque d'engendrer des inégalités.

| | |
|---|---|
| <p>titre peut être emprunté et livré à la date de livraison prévue avant d'accepter un ordre de vente à découvert;</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ bon nombre d'investisseurs institutionnels possèdent d'ores et déjà des processus confirmant la disponibilité de titres pour emprunt avant la saisie d'un ordre de vente à découvert; ○ incidences défavorables sur la formation des cours; ○ désavantages pour les marchés à petite capitalisation et les courtiers de même que pour les investisseurs individuels et les petits investisseurs institutionnels. <ul style="list-style-type: none"> ● Un intervenant recommande que les vendeurs à découvert adoptent la pratique exemplaire consistant à confirmer que les titres sont disponibles aux fins d'emprunt ou susceptibles de l'être. | |
| <p>Obligations d'emprunt préalable contre obligations de localisation</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Quelques intervenants font la distinction entre les obligations d'emprunt préalable et celles de localisation, soulignant que les États-Unis ont en place une obligation de localisation. ● Un intervenant propose qu'il y ait obligation de localisation, mais non pas nécessairement obligation d'emprunt préalable, avant toute opération de vente à découvert. | <ul style="list-style-type: none"> ● Nous remercions tous ceux qui ont exprimé leur opinion. |
| <p>Question 2 : Quels seraient les coûts et les avantages de ces obligations?</p> | |
| <p>Coûts</p> <ul style="list-style-type: none"> ● Selon plusieurs intervenants, les coûts et le fardeau réglementaire associés à l'institution d'éventuelles obligations d'emprunt préalable seraient significatifs et devraient être dûment pris en compte. ● L'ajout d'obligations pourrait rendre certains titres plus difficiles à vendre à découvert et, par ricochet, miner la formation des cours et le fonctionnement du marché. ● Un intervenant reconnaît qu'une obligation d'emprunt préalable poussera à la hausse les coûts, mais il croit que cette hausse sera | <ul style="list-style-type: none"> ● Nous remercions les intervenants de leur avis sur l'instauration d'obligations d'emprunt préalable. Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |

| | |
|--|---|
| <p>absorbée par les vendeurs à découvert et contribuera à une plus grande discipline de leur part.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Deux autres jugent que le coût en sera minime puisque la plupart des courtiers principaux sont déjà soumis à pareilles obligations dans d'autres marchés de par le monde. • Un dernier estime que les coûts de l'établissement d'éventuelles obligations d'emprunt ou de localisation seraient comparables à ceux du projet de modifications concernant les identifiants des clients qui a abouti en 2021. | |
| <p>Avantages</p> <p>Voici les avantages escomptés de l'introduction d'obligations d'emprunt préalable :</p> <ul style="list-style-type: none"> • rehaussement de la confiance des investisseurs et de l'efficience du marché, et réduction du risque systémique; • accroissement de la participation des investisseurs étrangers aux acquisitions fermes canadiennes ; • amélioration de la perception des participants individuels au marché à l'égard des marchés des capitaux canadiens. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous remercions tous ceux qui ont participé à la consultation. Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |
| <p>Question 3 : Est-ce que la définition actuelle de « transaction échouée » décrit une transaction échouée de manière appropriée?</p> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • La vaste majorité des intervenants trouve superflu de changer la définition actuelle de « transaction échouée ». • Un intervenant plaide pour la remplacer par toute vente à découvert dans laquelle les titres ne sont pas livrés dans un délai raisonnable. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous remercions les intervenants de confirmer que, tout compte fait, la définition actuelle de « transaction échouée » demeure appropriée. • Dans le paragraphe 1.1 des RUIM de l'OCRI, « transaction échouée » s'entend, dans le cas d'une transaction découlant d'une vente à découvert, d'« une transaction pour un compte qui a fait défaut soit de mettre en disponibilité des titres, soit de prendre des dispositions afin d'emprunter des titres, et ce, afin de permettre le règlement de transaction à la date fixée pour le règlement, étant entendu qu'une transaction est réputée une transaction échouée <i>indépendamment de son règlement conformément aux règles ou</i> |

| | |
|---|---|
| | <p><i>exigences de l'agence de compensation et de dépôt.</i> » [nos italiques].</p> |
| <p>Question 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.</p> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Les avis divergent. Plusieurs intervenants appuient ou recommandent d'envisager de réduire le délai de dix jours suivant la date de règlement prévue. • Certains intervenants suggèrent de fixer le délai à deux ou à trois jours dans un cycle de règlement de deux jours après l'opération, quitte à le raccourcir dès l'abrègement de ce cycle à un jour après. Deux autres proposent aussi de s'aligner sur les obligations de dénouement en vigueur aux États-Unis. • Plusieurs autres s'opposent à pareil changement au motif qu'il risque d'alourdir le fardeau de la conformité et les coûts pour les participants au marché. Une analyse plus poussée pourrait être justifiée une fois le secteur adapté au cycle de règlement de un jour après l'opération. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous remercions les intervenants d'exprimer leur opinion à ce sujet. Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |
| <p>Question 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.</p> | |
| <p>Nouvelles obligations d'information et fréquence de communication de l'information</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les intervenants sont nombreux à trouver appropriées les obligations de transparence actuelles. • Cinq sont favorables à leur étoffement sous la forme de communications plus fréquentes d'information sur l'activité de vente à découvert ou les positions à découvert. | <ul style="list-style-type: none"> • Il est à noter que l'OCRI publie deux fois par mois les statistiques et rapports sur les ventes à découvert sur son site Web. • Merci aux intervenants de faire connaître leur point de vue à cet égard. Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |

| | |
|--|--|
| <p>Autres types d'information à fournir</p> <ul style="list-style-type: none"> • Un intervenant suggère de déclarer quotidiennement les données dérivées estimatives sur les positions à découvert à un coût les rendant raisonnablement accessibles à tous les participants aux marchés. • Un autre propose d'inclure les désignations de vente à découvert en temps réel dans les listes de données publiques des marchés et d'interdire aux courtiers l'emploi de la désignation « anonyme » pour les ordres de vente à découvert. | <ul style="list-style-type: none"> • Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |
| <p>Publication des positions à découvert individuelles</p> <ul style="list-style-type: none"> • Plusieurs intervenants souhaiteraient que les vendeurs à découvert soient tenus de rendre périodiquement publiques leurs positions à découvert. • D'autres préconisent une approche plus nuancée et formulent les suggestions suivantes : <ul style="list-style-type: none"> ○ ne publier cette information qu'une fois la position dénouée; ○ imposer cette obligation uniquement aux vendeurs à découvert qui diffusent de l'information influant sur le marché à propos d'un émetteur; ○ exiger l'identification des comptes individuels effectuant des ventes à découvert systémiques, mais non pas de tous ceux associés à des ventes à découvert/positions à découvert; ○ envisager la déclaration des positions à découvert importantes par les gestionnaires de placement, comme proposé par la Securities and Exchange Commission des États-Unis en 2022. • Quelques intervenants se prononcent contre la publication des positions à découvert individuelles aux motifs qu'elle : <ul style="list-style-type: none"> ○ réduirait la volonté des sociétés de procéder à des ventes à découvert; ○ découragerait la réalisation de ventes à découvert à des fins légitimes, comme de couverture; | <ul style="list-style-type: none"> • Nous constatons que plusieurs intervenants voient d'un bon œil la publication d'information périodique sur les positions à découvert individuelles. Nous leur savons gré de leurs observations spécifiques à ce propos. • Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |

| | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ○ nuirait à la liquidité et à la formation des cours. • Un intervenant fait valoir que l'obligation de communiquer de l'information sur les positions acheteur repose sur la capacité des actionnaires à voter et à exercer un contrôle sur une société, ce qui n'est pas le cas des vendeurs à découvert. Ainsi, l'instauration de nouvelles mesures de transparence a le potentiel de punir injustement les contributeurs à la formation des cours. | |
| <p>Publication des données sur les transactions échouées</p> <ul style="list-style-type: none"> • Un petit nombre d'intervenants adhèrent à l'idée de publier les données sur les transactions échouées, soulignant l'existence d'obligations analogues aux États-Unis, en Australie et dans l'Union européenne. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous remercions tous ceux qui ont fait part de leur avis. Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |
| <p>Question 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.</p> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • La plupart des répondants à cette question ne voient pas la nécessité d'introduire de nouvelles obligations de la sorte et se disent satisfaits de celles en vigueur. • Un intervenant invite les autorités de réglementation à évaluer si les obligations plus rigoureuses observées dans d'autres territoires donnent les résultats escomptés et ont su réduire le nombre de campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché. • Quelques-uns soutiennent l'introduction de nouvelles obligations d'information, puisque la déclaration bimensuelle actuelle à l'OCRI ne suffit pas à permettre aux autorités de réglementation et aux marchés de repérer convenablement les activités de vente à découvert prédatrices et de s'y attaquer. Selon eux, la communication d'information par les dépositaires et les courtiers internationaux est déficiente. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous prenons acte des réserves exprimées par la plupart des intervenants à cet égard et remercions tous ceux ayant soumis des propositions précises. Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |

| | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Un intervenant propose d'envisager l'imposition, aux gestionnaires de placements institutionnels, d'une nouvelle obligation de déclarer les positions à découvert tous les mois et de rendre ensuite publiques les données consolidées sur les ventes à découvert. • Un autre recommande, d'une part, de revoir l'actuel régime de déclaration des transactions échouées sur une période prolongée, considéré comme lourd et inefficace pour cerner les problèmes, et, d'autre part, de publier des indications ou orientations claires quant au processus de communication d'information. | |
| <p>Question 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.</p> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • La grande majorité des intervenants croient que les sociétés à petite capitalisation devraient posséder des obligations identiques à celles des sociétés à grande capitalisation. • Seuls quelques-uns prônent, pour le segment à petite capitalisation, des déclarations plus fréquentes des positions à découvert, des exigences de rachat d'office plus prescriptives, et un alignement des obligations de transparence sur celles de la Regulation SHO des États-Unis. • Plusieurs préconisent davantage de recherches et d'analyses à cet égard. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous prenons acte de la majorité des commentaires en faveur d'appliquer aux sociétés à petite et à grande capitalisations des obligations, notamment en matière de transparence, qui soient identiques. Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |
| <p>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.</p> | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Les réponses à cette question sont partagées. • Nombreux sont les intervenants qui souscrivent à d'éventuelles exigences de rachat d'office, aux motifs suivants : | <ul style="list-style-type: none"> • Nous prenons acte des avis partagés sur cette question de même que des arguments pour et contre l'instauration d'exigences de dénouement ou de rachat d'office. |

| | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ○ la réglementation canadienne est inadéquate comparativement à celle d'autres territoires (États-Unis, Union européenne et Australie); ○ l'étude sur les transactions échouées la plus récente remontant à 2022 révèle qu'il s'agit là d'une préoccupation de premier plan au Canada; dans son rapport final de 2009 sur la réglementation des ventes à découvert intitulé <i>Regulation of Short Selling – Final Report</i>, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'OICV) recommande, comme exigence minimale, d'imposer un règlement rigoureux (par exemple des rachats forcés) des transactions échouées; ○ pareilles mesures, si elles étaient prises, augmenteraient la confiance des investisseurs et l'efficacité du marché, en plus de rapprocher davantage la réglementation canadienne de la pratique d'autres marchés à l'international; ○ les avantages d'une réduction des activités de vente à découvert prédatrices et d'un rehaussement de la protection des investisseurs et des sociétés l'emporteraient sur tout coût supplémentaire subséquent, notamment en matière de conformité des courtiers. <ul style="list-style-type: none"> • Suivant certains intervenants, ces exigences seraient superflues si des obligations suffisantes de localisation ou d'emprunt préalable étaient en place. • Un intervenant préfère attendre que le marché se soit ajusté au cycle de règlement de un jour après l'opération avant d'en envisager. • Un autre insiste sur la nécessité de tenir compte des délais administratifs (causant un défaut de livraison relatif aux agents des transferts en lien avec les ventes couvertes) qui en découleraient. | <ul style="list-style-type: none"> • Dans son rapport intitulé 2014 Financial Sector Assessment Program - IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, le Fonds monétaire international a jugé le régime réglementaire canadien conforme aux principes de l'OICV. |
| <ul style="list-style-type: none"> • Quelques intervenants se montrent soit indifférents, soit en faveur d'autres analyses à cet égard. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous remercions tous ceux qui ont fourni des commentaires. |

- Plusieurs s'opposent à des exigences de rachat d'office pour les raisons suivantes :
 - les preuves ou données à l'appui de telles mesures sont insuffisantes;
 - les rachats d'office devraient être volontaires; un régime obligatoire créerait des inefficiences dans le règlement des titres, ferait obstacle à l'entrée et saperait la liquidité du marché;
 - les échecs de transactions sont en vaste majorité d'ordre administratif ou opérationnel; l'adoption d'exigences de rachat d'office ou de dénouement ferait peser un risque excessif sur le processus de règlement et entraînerait des pertes inutiles ainsi que des échecs supplémentaires; ainsi, tout achat résultant d'un rachat d'office pour couvrir une position vendeur serait probablement voué à l'échec, puisqu'un tel rachat d'office se heurterait vraisemblablement à des intermédiaires cherchant à engranger un profit d'opérations d'arbitrage, qui vendraient à découvert;
 - l'introduction d'une exigence de rachat d'office n'est pas dans l'intérêt des participants aux marchés, des investisseurs, des émetteurs et des marchés des capitaux canadiens; elle se répercuterait sur les ventes à découvert et sur celles couvertes non réglées à la date de règlement, en plus de risquer de nuire aux activités de collecte de capitaux dans les marchés à petite capitalisation en raison de la moins-value perçue des placements et des bons de souscription connexes.
- De l'avis d'un intervenant, toute exigence de rachat d'office éventuelle devrait seulement revêtir la forme de politiques et de procédures qui permettraient aux courtiers chargés de comptes d'éviter raisonnablement les transactions échouées prolongées chez leurs clients.

- Nous remercions tous ceux qui ont fait part de leur opinion. Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus.

| | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Un autre estime qu'en dépit de motifs insuffisants à l'appui de telles exigences, la focalisation sur les rachats d'office (plutôt que sur l'emprunt préalable ou la localisation) constituerait, sur le plan des coûts, une réponse bien adaptée au problème perçu et aux parties responsables. | |
| <p>Autres commentaires</p> | |
| <p>Étude de l'OCRCVM sur les transactions échouées (2022)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Des commentaires à propos des éditions 2007 et 2022 de l'étude de l'OCRCVM sur les transactions échouées font ressortir la difficulté d'établir des comparaisons valables entre ces deux études et, ainsi, de déterminer si les conclusions tirées de celle de 2007 étaient, ou demeurent, exactes, et servent donc de fondement approprié au régime actuel. | <ul style="list-style-type: none"> • L'étude de 2022 ne se voulait pas une actualisation de celle de 2007 et n'était pas destinée à y être directement comparée. L'OCRI a pu y utiliser des données de la CDS et de nouvelles capacités dans une perspective d'analyse plus large et plus poussée. |
| <p>Mise à jour des ACVM sur la vente à découvert (2022)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Un intervenant perçoit une incongruité au chapitre des données utilisées dans la mise à jour sur la vente à découvert publiée en 2022 : en lieu et place des émetteurs ciblés par les campagnes, ces données rendent compte du nombre de campagnes lancées. L'analyse qu'il fait de ces données est contraire au constat auquel sont arrivées les ACVM, à savoir qu'une proportion plus grande d'émetteurs américains que d'émetteurs canadiens sont ciblés par les vendeurs à découvert activistes. | <ul style="list-style-type: none"> • Les affirmations de l'intervenant tiennent à une interprétation inexacte des données concernant la vente à découvert activiste, préparées par Insightia, qui est également la source des données utilisées par les ACVM. L'analyse des ACVM indique le nombre d'émetteurs ciblés et non pas le nombre de campagnes. Or, comme la plupart des émetteurs ont été visés par une seule campagne activiste, la différence entre le nombre de campagnes et le nombre d'émetteurs est insignifiante. • La comparaison que les ACVM ont effectuée avec les marchés américains reposait sur une estimation pluriannuelle moyenne à l'aide de données provenant de la World Federation of Exchanges, ce qui, de l'aveu des ACVM mêmes, ne comprend pas les émetteurs inscrits à la cote de bourses à petite capitalisation. Cependant, l'inclusion de ces émetteurs aurait peu changé les conclusions auxquelles elles sont parvenues, à savoir qu'une proportion bien plus grande d'émetteurs américains que d'émetteurs canadiens sont ciblés. |

| | |
|--|--|
| <p>Principes de l'OICV</p> <ul style="list-style-type: none"> • Plusieurs intervenants ont commenté la conformité avec les principes sur la réglementation des ventes à découvert énoncées par l'OICV (les principes de l'OICV). • Certains trouvent la réglementation actuelle de la vente à découvert au Canada généralement conforme aux principes de l'OICV. • De l'avis de quelques autres, elle pourrait ne pas en respecter les deux premiers⁶. | <ul style="list-style-type: none"> • Comme susmentionné, dans son rapport intitulé <i>2014 Financial Sector Assessment Program - IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation</i>, le Fonds monétaire international a jugé le régime réglementaire canadien conforme aux principes de l'OICV. |
| <p>Autres projets réglementaires</p> <ul style="list-style-type: none"> • Certains intervenants recommandent vivement d'attendre que le secteur se soit adapté au passage au cycle de règlement de un jour après l'opération avant d'apporter un quelconque changement. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous savons que d'autres projets réglementaires pourraient devoir être envisagés préalablement ou parallèlement à toute proposition relative à l'encadrement de la vente à découvert. En particulier, nous sommes conscients de la transition à venir vers un cycle de règlement de un jour après l'opération. |
| <p>Note d'orientation sur l'attente raisonnable de pouvoir régler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Des intervenants considèrent l'avis 22-0130 de l'OCRI⁷ comme instituant un changement de norme. • Selon l'un d'eux, cet avis impose une nouvelle norme rehaussée de « certitude raisonnable » qu'un participant puisse accéder à un nombre suffisant de titres pour régler toute transaction qui en découle à la date de règlement. • D'après un autre, même si les motifs de ce changement et ses éventuelles répercussions ne sont pas expliqués dans l'avis, un vendeur à découvert aurait du mal à effectuer à répétition des ventes sans livraison sous le régime actuel des RUIM, puisque la poursuite de l'activité de négociation après des transactions échouées répétées obligerait le courtier à cesser d'accepter les ordres à découvert saisis. | <ul style="list-style-type: none"> • Aucune nouvelle interprétation n'a été donnée dans l'avis 22-0130 de l'OCRI. Seul y a été précisé le sens du paragraphe 2.2 existant des RUIM. L'OCRI réfléchit activement à des façons de renforcer et de clarifier son exigence d'avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute opération de vente à découvert à la date de règlement. |
| <p>Règle concernant la variation du cours</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |

| | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Quelques intervenants réclament le rétablissement de la règle concernant la variation du cours (<i>uptick rule</i>). | |
| <p>Règles en vigueur et projetées aux États-Unis</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rule 13f-2 de la SEC <p>Des intervenants demandent aux autorités de réglementation d'envisager des obligations analogues à celles de la règle intitulée <i>Exchange Act Rule 13f-2</i> que la SEC a récemment adoptée, qui force notamment certains gestionnaires de placement à déclarer mensuellement les positions importantes.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rule 14e-4 de la SEC <p>Un intervenant suggère de s'aligner sur la règle intitulée <i>Exchange Act Rule 14e-4</i> de la SEC (communément appelée Short Tender Rule), qui empêche quiconque de déposer un nombre d'actions supérieur à celui en sa possession.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Règle « coupe-circuit » de la SEC <p>Plusieurs intervenants invitent les autorités de réglementation à considérer des exigences en matière de coupe-circuit similaires à celles de la Rule 201 de Regulation <i>SHO</i>) de la SEC. Un intervenant fait valoir que pareilles exigences ne devraient viser que les sociétés inscrites à la cote de bourses d'émetteurs non émergents.</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus à propos des règles de la SEC |

⁶ Le [rapport de l'OICV sur la réglementation de la vente à découvert \(en anglais\)](#) énonce les quatre principes suivants pour une réglementation efficace des ventes à découvert :

a) les ventes à découvert devraient être assujetties à des contrôles appropriés afin de réduire les risques qu'elles peuvent faire courir au bon fonctionnement et à la stabilité des marchés financiers.;

b) les ventes à découvert devraient être encadrées par un régime de déclaration permettant au marché et aux autorités de marché d'obtenir de l'information en temps opportun;

c) les ventes à découvert devraient être assujetties à un régime de conformité et de sanction efficace;

d) 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.

⁷ Avis [22-0130](#) – Avis sur les règles – *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* (17 août 2022).

| | |
|---|---|
| <p>Placements au moyen d'un prospectus et placements privés</p> <ul style="list-style-type: none"> • Certains intervenants prient les autorités de réglementation de restreindre la vente à découvert dans le cadre de placements au moyen d'un prospectus et de placements privés. | <ul style="list-style-type: none"> • Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des commentaires reçus. |
| <p>Droit privé d'action</p> <ul style="list-style-type: none"> • Un intervenant recommande l'adoption d'un droit privé d'action pour les émetteurs ciblés et leurs actionnaires à l'égard des campagnes de ventes à découvert. | <ul style="list-style-type: none"> • Nous soulignons que la mise en œuvre de cette suggestion nécessiterait des modifications de la législation en valeurs mobilières. |
| <p>Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario</p> <ul style="list-style-type: none"> • Plusieurs intervenants préconisent un examen des recommandations formulées par ce groupe de travail | <ul style="list-style-type: none"> • Dans la mesure où ce point sera approfondi, nous tiendrons compte des recommandations formulées par ce groupe de travail. |