

7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Document de consultation 25-403 des ACVM : La vente à découvert activiste

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- Document de consultation 25-403 des ACVM : *La vente à découvert activiste*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **3 mars 2021**, en s'adressant à :

Me 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) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Serge Boisvert
Analyste à la réglementation
Direction de l'encadrement des bourses et des OAR
514 395 0558, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525 0337, poste 4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
Analyste en produits dérivés
Direction de l'encadrement des bourses et des OAR
514 395 0337, poste 4323
Numéro sans frais : 1 877 525 0337, poste 4323
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Catherine Lefebvre
Analyste experte aux OAR
Direction de l'encadrement des bourses et des OAR
514 395 0337, poste 4348
Numéro sans frais : 1 877 525 0337, poste 4348
catherine.lefebvre@lautorite.qc.ca

Le 3 décembre 2020

Document de consultation 25-403 des ACVM

La vente à découvert activiste

Le 3 décembre 2020

Introduction

Le présent document de consultation (le **document de consultation**) a pour objet de favoriser la discussion concernant les préoccupations que soulève la vente à découvert activiste et son incidence potentielle sur les marchés financiers canadiens.

Depuis 2019, un comité (**nous** ou le **comité**) constitué de membres du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) a entrepris des travaux de recherche et d'analyse au sujet de la vente à découvert activiste. Les ACVM se sont penchées sur cette activité dans la foulée de l'accroissement du nombre de campagnes de ce type visant des émetteurs canadiens (les **Campagnes**) et des préoccupations suscitées par l'incidence potentielle de la vente à découvert activiste sur nos marchés¹. Nous avons également entendu des parties prenantes se dire inquiètes qu'une intervention réglementaire inhibe les avantages que procure la vente à découvert et altère le processus de formation des cours².

Afin de documenter notre analyse sur le sujet et de veiller à ce que les ACVM disposent de toute l'information pertinente avant de décider si une intervention réglementaire s'impose, nous lançons une consultation publique sur les enjeux relevés dans le cadre de notre recherche. Le présent document de consultation expose notre compréhension des préoccupations, résume la recherche que nous avons effectuée à ce jour, et vise à solliciter des commentaires, appuyés par des éléments probants si possible, de la part de parties prenantes sur les questions précises qui y sont énoncées.

Le présent document de consultation se compose de quatre parties; la partie I présente une introduction et une mise en contexte de l'examen de la vente à découvert activiste par le comité; les trois autres parties portent sur les sujets particuliers de la consultation, à savoir :

- II) la nature et l'étendue de l'activité de vente à découvert activiste au Canada;
- III) le cadre réglementaire canadien et international;

¹ Voir, p. ex. Barbara Shecter, « Activist short-sellers are increasingly targeting Canadian companies – is Canada ready? », *Financial Post* (6 octobre 2017) [Shecter]; Orestes Pasparakis, Walied Soliman & Joe Bricker, « It's time for legislators to crack down on abusive short-selling », page en regard de l'éditorial du journal *The Globe and Mail* (18 janvier 2019) [Pasparakis, Soliman & Bricker]; et Pete Evans, « Canada needs to toughen short selling rules to weed out abuse, market watchers say », *CBC News* (11 février 2019) [Evans]; Yves Allaire « Short-seller heists: Why do institutional investors support activist hedge funds only out for a quick profit? », page en regard de l'éditorial du journal *Financial Post* (3 décembre 2019).

² Voir, p. ex. Larry MacDonald, « Regulations to rein in short-sellers must not undercut activists' positive effects », *The Globe and Mail* (30 janvier 2020).

- IV) les problèmes liés aux mesures de sanction et aux autres mesures correctives potentielles.

Chaque partie résume la recherche effectuée par le comité ainsi que sa compréhension des enjeux et des préoccupations qu'ils soulèvent et énonce des questions posées dans le cadre de la consultation.

I. CONTEXTE

Nous désignons par l'expression « vente à découvert activiste » l'activité d'une personne physique ou d'une entité qui prend une position vendeur, ou « courte », sur un titre pour ensuite faire une déclaration publique, publier un rapport ou diffuser publiquement de l'information ou une analyse susceptible de faire chuter le cours du titre en question. Si la valeur du titre diminue, le vendeur à découvert réalise un profit³. Les vendeurs à découvert activistes sont un sous-groupe des vendeurs à découvert « directionnels »⁴ mais ils s'en distinguent principalement par le fait qu'ils expriment publiquement leurs préoccupations au sujet d'un émetteur. Des renseignements importants et exacts au sujet d'un émetteur, qu'ils soient positifs ou négatifs, contribuent à l'adéquation entre le cours du marché et la valeur fondamentale des titres de l'émetteur. Toutefois, l'utilité de la vente à découvert activiste pour le marché ou le préjudice qu'elle lui cause dépend de l'importance et de l'exactitude de l'information sur laquelle elle s'appuie et de l'existence ou non d'une intention manipulatrice de diffuser des faussetés ou d'altérer les cours.

Si la vente à découvert activiste n'est pas nouvelle, ces types de campagnes ont cependant attiré considérablement plus d'attention ces dernières années, un phénomène qui peut s'expliquer en partie par la popularisation des médias sociaux et son incidence sur les marchés⁵. En effet, grâce aux plateformes de médias sociaux, les grands vendeurs à découvert activistes suivis par de nombreux abonnés peuvent promouvoir et diffuser leurs théories au sujet de sociétés cibles à un auditoire plus vaste et à un rythme bien plus rapide⁶.

Si l'activisme actionnarial traditionnel est une pratique bien acceptée sur nos marchés et majoritairement considérée comme un effort en vue d'améliorer la valeur réelle des sociétés ouvertes pour les actionnaires, l'activisme des vendeurs à découvert est souvent perçu différemment. Les vendeurs à découvert activistes affirment qu'ils créent de la valeur pour les marchés organisés en contribuant à leur efficacité et à la formation des cours. Certains vont jusqu'à décrire leur activité comme un [TRADUCTION]« mécanisme de

³ On trouvera de plus amples renseignements sur le mécanisme de la vente à découvert dans la section B ci-après. Voir aussi, p. ex. Wuyang Zhao, « Activist Short-Selling and Corporate Opacity » (28 janvier 2020) sur SSRN [Zhao]; et Alexander Ljungqvist & Wenlan Qian, « How Constraining Are Limits to Arbitrage? » (5 mars 2016), *Institute of Global Finance Working Paper No. 7*, sur SSRN [Ljungqvist & Qian]. Certains experts appellent ce type d'activité de l'« activisme négatif », voir Joshua Mitts, « A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution » (28 octobre 2019), *Columbia Law and Economics Working Paper No. 615*, sur SSRN.

⁴ Les vendeurs à découvert directionnels prévoient une baisse du cours d'un titre vendu, contrairement aux autres vendeurs à découvert qui couvrent une position acheteur ou se prévalent d'un arbitrage et qui ne profiteront pas d'un mouvement subséquent à la baisse ou à la hausse du cours.

⁵ Voir Adam Kornblum « 11 Tweets that Turned the Stock Market Upside Down », *Ogilvy Insights* (13 août 2018).

⁶ Michael P. Regan, « The Tiny Activist Fund That Reaped 24% Return by Unearthing 'Cockroaches », *Bloomberg Markets* (20 mai 2019).

défense de première ligne contre la fraude et les pertes qui s'ensuivent »⁷. Leur approche n'est pas à l'abri de la controverse. Si un tel vendeur à découvert atteint son objectif, cela signifie que sa théorie a convaincu le marché et qu'il a provoqué une baisse du cours de l'action de l'émetteur cible, et donc une perte de valeur pour les actionnaires⁸.

A. Préoccupations soulevées

Au cours des dernières années, certains acteurs du marché canadien, principalement des émetteurs, ont fait part de leurs préoccupations au sujet du phénomène de la vente à découvert activiste et de son incidence sur nos marchés⁹. Ces inquiétudes semblent fondées sur les perceptions suivantes :

- le Canada connaît un nombre croissant de Campagnes de ventes à découvert activistes¹⁰;
- le cadre réglementaire canadien qui régit la vente à découvert est moins strict que celui d'autres territoires¹¹;
- les mesures dissuasives à l'endroit des comportements fautifs sont inadéquates, vu le nombre limité de mesures de sanction des ventes à découvert activistes qui sont problématiques ainsi que le manque de voies de droit effectives en cas d'inconduite¹².

Par contre, les vendeurs à découvert activistes affirment cibler des sociétés canadiennes parce que le Canada est [TRADUCTION] « un terrain fertile pour les délits d'entreprise¹³ » et que leurs travaux de recherche et d'analyse jouent un rôle important dans la formation des cours en dévoilant de nouveaux renseignements¹⁴. Des vendeurs à découvert et d'autres intervenants ont dit craindre qu'une intervention réglementaire restreignant cette activité ne risque d'inhiber celle qui est bénéfique¹⁵.

⁷ Lettre de Fahmi Quadir, chef des investissements, Saffkhet Capital Management LLC au P^e Jean-Pierre Bussalib, chef du service des ventes à découvert, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht datée du 15 mars 2019 [Lettre ouverte de Saffkhet].

⁸ Comme le signalent Partoy et coll., [TRADUCTION] « contrairement à l'activisme positif, qui comporte souvent une présomption normative puissante et positive, l'activisme négatif s'engage dans une lutte normative puisqu'il est présumé détruire la valeur pour les actionnaires. » Barbara A Bliss, Peter Molk & Frank Partnoy, « Negative Activism » (25 février 2019) 97 *Washington University Law Review*, à paraître, *University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 19-19*, p. 11, sur SSRN [Bliss, Molk & Partnoy].

⁹ Comme on le verra dans la section D de la partie III, des préoccupations concernant la vente à découvert et la vente à découvert activiste sont également réapparues dans d'autres territoires.

¹⁰ Voir, p. ex. Shecter, *supra* note 1; Pasparakis, Soliman & Bricker, *supra* note 1; Evans, *supra* note 1.

¹¹ Voir, p. ex. la déclaration du juge Perell dans l'affaire *Harrington Global Opportunities Fund S.A.R.L. v Investment Industry Regulatory Organization of Canada*, 2018 CSON 7739, par. 11 : [TRADUCTION] « Il existe une perception selon laquelle la réglementation de la vente à découvert est permissive et laxiste au Canada en regard de celle qui encadre d'autres marchés financiers. » [Harrington].

¹² Paul Davis et coll., « An Analysis of the Short Selling Landscape in Canada: A New Path Forward is Needed to Improve Market Efficiency and Reduce Systemic Risk » (2019) *McMillan LLP* [Davis et coll.].

¹³ Voir, p. ex. Shecter, *supra* note 1.

¹⁴ Voir, p. ex. Ben Axler « Counterpoint: Short sellers like us create real value for public markets by telling Canadian investors the truth », *Financial Post* (17 décembre 2019).

¹⁵ Voir la Lettre ouverte de Saffkhet, *supra* note 7, critiquant l'interdiction de vente à découvert visant Wirecard : [TRADUCTION] « La vente à découvert, de toute évidence, produit des externalités positives sur le marché en général et plus particulièrement sur les investisseurs, que les autorités de réglementation ont le devoir de protéger [...] les données ne prouvent pas l'existence d'un degré élevé de manipulation de la part de vendeurs à découvert. »

Dans l'examen de ces enjeux, les ACVM ont estimé que des renseignements supplémentaires étaient nécessaires pour bien analyser les préoccupations soulevées. Par exemple, à l'exception des vendeurs à découvert activistes qui se sont fait connaître dans les médias ou qui ont publié des analyses et des rapports complets, il existe bien peu de renseignements et de données au sujet des activités de tels vendeurs moins connus (par exemple des analyses ou des commentaires négatifs anonymes publiés à propos d'un émetteur sur des plateformes de médias sociaux). Même dans le cas des activistes les plus connus, on trouve peu de renseignements concernant l'incidence de ces campagnes sur les émetteurs concernés et sur les marchés en général.

Dans le cadre de leur examen des conséquences globale de la vente à découvert activiste sur nos marchés, les autorités en valeurs mobilières jugent important de consulter toutes les parties prenantes et de comprendre les préoccupations qu'elles ont formulées ainsi que les éléments probants sur lesquels reposent celles-ci.

B. La vente à découvert

Activité de négociation soumise à un régime réglementaire fondé sur le risque et bien développé, la vente à découvert est surveillée principalement par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'**OCRCVM**), comme on le verra en détail dans la partie III. Les Règles universelles d'intégrité du marché (les **RUIM**) la définissent 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 fiduciaire¹⁶. Il s'agit donc de vendre des titres empruntés au cours du marché en vigueur dans l'attente de pouvoir couvrir la position vendeur par un achat ultérieur à un cours inférieur en vue de remplacer les titres empruntés.

La vente à découvert est une pratique légitime qui contribue à la liquidité du marché et à l'efficacité des cours¹⁷. Elle contribue également au processus de formation des cours en permettant aux perspectives négatives d'un émetteur de se refléter dans le cours de ses titres, ce qui limite la surévaluation et les hausses biaisées des cours¹⁸. La vente à découvert peut aussi constituer un élément important de la stratégie de couverture et de gestion du risque d'investissement de l'investisseur¹⁹. Par exemple, le produit d'une telle vente peut être affecté à une position acheteur sur un titre différent. Même dans ce cas, la vente à découvert comporte un risque puisque, si la vente n'est pas autrement « couverte », le vendeur à découvert peut perdre des sommes potentiellement illimitées si le cours du titre augmente de façon imprévue.

Le vendeur à découvert peut prendre une position vendeur sur un titre, soit directement (en empruntant des actions à vendre à découvert)²⁰, soit synthétiquement (au moyen d'options

¹⁶ Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM), article 1 – *Définitions et interprétation*, paragraphe 1.1.

¹⁷ Carole Comerton-Forde, Charles M Jones & Talis J Putnins, « Shorting at Close Range: A Tale of Two Types » (18 mars 2015). *Journal of Financial Economics (JFE)*, à paraître; *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*; *Columbia Business School Research Paper No. 12/22*, sur SSRN.

¹⁸ Ekkehart Boehmer et Julie Wu, « Short Selling and the Price Discovery Process » (16 juillet 2012), *Review of Financial Studies*, à paraître, sur SSRN.

¹⁹ Voir l'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* (2 mars 2012) [Avis conjoint 23-312].

²⁰ Les ventes à découvert effectuées sans accord préalable ou sans attente raisonnable d'emprunter le titre sont considérées comme des ventes à découvert « sans livraison » et ne sont pas autorisées en vertu de la législation en

ou de contrats à terme sur actions). Il peut toutefois se buter à certains obstacles. Par exemple, il peut s'avérer difficile ou onéreux d'emprunter des titres en vue d'une vente à découvert si ces titres sont peu négociés, subissent une forte demande de la part d'autres vendeurs à découvert ou ne peuvent être facilement prêtés²¹. En outre, bon nombre de titres inscrits à la cote au Canada font l'objet d'un faible volume d'opérations²² et le stock de titres de capitaux propres disponibles sur le marché canadien du prêt de titres, sur lequel les titres sont habituellement empruntés en vue d'une vente à découvert, tend à être plus lourdement concentré dans les titres fortement négociés de grands émetteurs à actionnariat diffus²³. De même, il peut être difficile de prendre une position vendeur synthétique, car le marché des dérivés inscrits ayant pour sous-jacents des titres de capitaux propres est relativement modeste au Canada et ne représente qu'une faible proportion des titres de capitaux propres inscrits²⁴.

C. La vente à découvert activiste

À l'heure actuelle, dans la plupart des territoires des autorités membres des ACVM, les vendeurs à découvert activistes ne sont pas assujettis à des obligations réglementaires particulières²⁵, et ne sont pas définis ni facilement identifiables. Toutefois, comme toutes les autres activités de marché effectuées par des personnes physiques ou des entités non

valeurs mobilières et des RUIIM, sauf celles effectuées par les teneurs de marché qui fournissent de la liquidité pour le titre (voir l'*Avis sur les règles – Avis d'approbation – Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées*, Avis 12-0078 de l'OCRCVM (2 mars 2012) [l'Avis 12-0078 de l'OCRCVM]). Les ventes à découvert sans livraison peuvent se solder par des transactions échouées si le vendeur est dans l'incapacité de livrer les actions dans les deux jours de la date de livraison. Voir les détails à la section B de la partie III ci-après.

²¹ Voir Owen A. Lamont, « Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms » (14 juillet 2009), *Yale ICF Working Paper No. 04-20*, sur SSRN [Lamont].

²² Par exemple, au cours de la période allant de 2017 à 2019, de 50 % à 57 % des titres inscrits sur les deux principaux marchés du Canada (en fonction du nombre d'émetteurs) ont fait l'objet de moins de 2 500 opérations par année ou, en moyenne, de moins de 10 par jour. En outre, le volume des opérations annuelles sur les titres de plus des deux tiers des émetteurs inscrits a été inférieur à 25 millions d'actions, soit un volume quotidien moyen inférieur à 100 000 actions (selon le décompte annuel global des opérations et le volume négocié des émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX tiré des données de la TMX sur les inscriptions).

²³ Les vendeurs à découvert ne représentent qu'une partie des nombreux emprunteurs sur le marché des prêts de titres. Le prêt de titres étant un commerce à grande échelle, les prêteurs sont habituellement des investisseurs institutionnels (fonds de retraite, sociétés d'assurance, sociétés de courtage de fonds communs de placement/FNB, etc.) qui offrent de prêter des titres fréquemment négociés de grands émetteurs de leur portefeuille. De plus, le programme de prêt de titres entièrement payés de l'OCRCVM (le programme de l'OCRCVM) comprend uniquement des titres de capitaux propres qui satisfont au moins à l'un des trois critères suivants : cours moyen pondéré en fonction du volume (2,00 \$), volume moyen d'opérations (100 000 actions) ou capitalisation boursière moyenne à flottant libre (2 millions de dollars) durant une période de six mois. Pour de plus amples renseignements au sujet du prêt de titres, voir le document d'analyse du personnel 2019-5 de la Banque du Canada intitulé *Canadian Securities Lending Market Ecology* (2019). Pour de plus amples renseignements sur le programme de l'OCRCVM, voir l'Avis de l'OCRCVM 19-0109 – *Prêt de titres entièrement payés* (17 juin 2019).

²⁴ Par exemple, en date du 11 mars 2020, la principale bourse d'options du Canada, la Bourse de Montréal, comptait moins de 300 sociétés inscrites à sa cote (moins de 10 % de tous les émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX) sur sa liste d'options sur titres de capitaux propres, et seulement 223 d'entre elles avaient des contrats d'options disponibles sur le marché.

²⁵ Par exemple, les vendeurs à découvert activistes ne seraient pas tenus de s'inscrire conformément aux exigences de la législation en valeurs mobilières, à moins qu'ils ne soient autrement tenus de le faire, comme en tant que gestionnaires de fonds. La Colombie-Britannique a récemment apporté des modifications à sa loi intitulée *Securities Act* instituant un pouvoir de réglementation des entités qui entreprennent des activités promotionnelles (*promotional activities*). Ces activités incluent toute activité ou communication qui encourage une personne à acheter, à ne pas acheter, à vendre ou à conserver un titre ou un dérivé. Il est à noter que ce pouvoir de réglementation peut exclure certaines activités des activités promotionnelles. Voir la loi intitulée *Securities Act*, RSBC 1996, c. 418, art. 1 et par. 183(12.2).

réglementées ou non inscrites, la vente à découvert activiste est soumise aux interdictions déjà prévues par la législation en valeurs mobilières, par exemple celles visant la manipulation du marché, la formulation de déclarations fausses ou trompeuses ou la fraude²⁶.

Les campagnes de vente à découvert activiste couvrent un large spectre et leur utilité finale pour le marché dépend du fait que l'information diffusée est importante et n'est ni fausse ni trompeuse²⁷. À l'une des extrémités du spectre, des campagnes bénéfiques contribuent au processus de formation des cours grâce à la production de recherches et d'analyses factuelles sur les émetteurs. À l'autre extrémité, des campagnes répandent intentionnellement des faussetés au sujet de l'émetteur ou font des déclarations fausses ou trompeuses qui ne reposent sur aucun fondement factuel. Ces pratiques visant à manipuler le marché sont souvent appelées *short and distort campaigns* en anglais²⁸.

Les comportements qui soulèvent des préoccupations dans le contexte des campagnes de ventes à découvert activistes comprennent :

- la diffusion de renseignements partiels qui ne donnent pas une image complète, n'incluent pas de renseignements contraires importants ou ne sont pas conformes à l'information présentée dans un rapport plus étoffé;
- la diffusion de rapports ou de commentaires exagérés;
- la formulation de conclusions ne reposant pas sur des éléments probants;
- la formulation de déclarations potentiellement trompeuses au moyen de liens vers d'autres documents.

Ces préoccupations sont exacerbées par la vitesse à laquelle l'information se répand sur les médias sociaux et par la nécessité pour l'émetteur cible de répondre aux allégations ou d'en démontrer la fausseté avant que le cours de ses titres ne chute. Toutefois, les problèmes découlant de la diffusion d'information dans le marché par les médias sociaux ou les plateformes en ligne similaires ne se limitent pas à la vente à découvert activiste. Les ACVM ont constaté que l'utilisation des médias sociaux pour publier de l'information dans le marché peut présenter des défis²⁹. Nous n'ignorons pas la nouvelle réalité du marché : quiconque (par exemple un influenceur, un client, un fournisseur) peut facilement répandre sur les médias sociaux des renseignements non vérifiés au sujet d'un émetteur qui sont

²⁶ Voir, p.ex., la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, LRO 1990, c. S.5, articles 126.1 et 126.2; la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, c. V-1.1, articles 199.1 et 196; le *Securities Act* de l'Alberta, RSA 2000, c. S-4, articles 93 et 221.1; le *Securities Act* de la Colombie-Britannique, RSBC 1996, c. 418, articles 57 et 168.1; la *Loi sur les valeurs mobilières* du Manitoba, CPLM, c. S50, article 76 et paragraphe 136(1); et *The Securities Act, 1988* de la Saskatchewan, SS 1988-89, S-42.2, articles 55.1 et 55.11 et paragraphe 55.13(1).

²⁷ Bliss, Molk & Partnoy décrivent cette forme d'activisme comme de « l'activisme négatif informationnel », soit un comportement visant à découvrir puis à communiquer la vérité au sujet de sociétés dont les activistes croient les titres surévalués. Les allégations peuvent porter sur de l'information communiquée antérieurement par la société qui, selon les activistes, contient des déclarations fausses ou trompeuses ou encore des omissions, ou sur les attentes à l'égard des perspectives d'une société. Voir Bliss, Molk & Partnoy, *supra* notes 8 à 12.

²⁸ Quoique cette question sorte du cadre du présent document de consultation, force est de constater que, dans le contexte des médias sociaux, l'inverse est également vrai : il est possible, en effet, pour les investisseurs ou des parties reliées de diffuser de l'information positive fausse ou trompeuse au sujet d'un émetteur afin de profiter d'une hausse du cours de ses actions (le stratagème de manipulation du marché appelé *pump and dump* en anglais).

²⁹ Voir l'Avis 51-348 du personnel des ACVM, *Examen de l'utilisation des médias sociaux par les émetteurs assujettis* et l'Avis 51-356 du personnel des ACVM, *Activités promotionnelles problématiques des émetteurs*.

susceptibles d'infléchir le cours des titres de celui-ci³⁰. Or, si les participants à nos marchés se livrent à des activités qui risquent de tromper les investisseurs ou de manipuler artificiellement le cours des actions d'un émetteur, l'intégrité des marchés financiers s'en trouvera compromise.

Afin de réussir sa manœuvre, le vendeur à découvert activiste doit, à tout le moins, jouir d'une certaine crédibilité et sa théorie doit soulever suffisamment de doutes au sujet d'un émetteur pour convaincre les actionnaires existants de vendre leurs actions et, potentiellement, d'autres investisseurs de vendre le titre à découvert ou encore de ne pas l'acheter. Contrairement à l'investisseur acheteur, le vendeur à découvert activiste doit généralement supporter des coûts directs pour maintenir ses positions. Après le lancement d'une campagne, il est également exposé au risque supplémentaire que le cours de l'action de l'émetteur cible ne diminue pas en raison de la réponse de l'émetteur et des opinions contraires de négociateurs acheteurs, de grands investisseurs institutionnels et d'analystes. Si le cours de l'action augmente notablement, le coût du dénouement de la position vendeur risque d'être très élevé³¹.

Comme on le verra en détail dans la partie II, nos recherches indiquent que les grands vendeurs à découvert activistes à l'origine des Campagnes sont relativement bien établis (par exemple près de 80 % des 48 vendeurs à découvert activistes identifiés sont actifs depuis plus de cinq ans) et sont principalement situés aux États-Unis (environ 60 %, contre 13 % qui sont situés au Canada)³². Les vendeurs à découvert qui agissent de façon anonyme ou sous un pseudonyme, ou qui ne sont présents que sur la plateforme SeekingAlpha.com (SA)³³, représentent moins de 20 % de ces 48 activistes qui ont ciblé des émetteurs canadiens depuis 2010³⁴.

³⁰ Les incidences des médias sociaux sur les marchés financiers s'étendent bien au-delà de la vente à découvert activiste et dépassent donc le cadre du présent document de consultation. Pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir Lin, Tom C. W., « The New Market Manipulation » (3 juillet 2017), *Emory Law Journal*, Vol. 66, p. 1253, 2017; *Temple University Legal Studies Research Paper No. 2017-20*, sur SSRN.

³¹ Voir Ljungqvist & Qian, *supra* note 3. Dans cet article, les auteurs concluent que le principal obstacle au lancement de campagnes de vente à découvert dans le grand public est le coût de production de renseignements crédibles et nouveaux qui convaincront les investisseurs acheteurs de vendre leurs titres, plutôt que le manque de capitaux ou d'autres contraintes liées à la vente à découvert (comme le coût d'emprunt).

³² Des experts ont constaté que l'un des éléments clés de la stratégie des vendeurs à découvert activistes réside dans leur capacité avérée à convaincre des actionnaires acheteurs de vendre leurs titres. Voir *ibid.* Statistiques fondées sur les données d'AI sur des campagnes de vente à découvert ciblant des émetteurs ayant leur siège social au Canada en date du 31 décembre 2019.

³³ Plateforme de recherche sociofinancée, SA affirme être le « plus important milieu d'investissement du monde » avec environ 17 millions d'utilisateurs par mois, plus de 16 000 contributeurs et un volet consacré à la vente à découvert appelé « *Short Ideas* » pour les abonnés payants. La plateforme exige que tous les contributeurs divulguent leurs positions sur les titres au sujet desquels ils écrivent et qu'ils obtiennent l'approbation de l'éditeur avant d'afficher de l'information. SA affirme que les contributeurs qui utilisent un pseudonyme sont tenus de respecter les mêmes normes en matière de conformité et de renseignements personnels que les autres contributeurs et que la confidentialité de leur nom et de leurs coordonnées véritables est respectée. En outre, les contributeurs visés par un règlement ou une mesure de la SEC doivent communiquer leur nom véritable. Pour obtenir de plus amples renseignements, voir [About Seeking Alpha](#).

³⁴ Ce renseignement peut être utile pour comprendre l'incidence des vendeurs à découvert activistes sur les marchés canadiens. Une récente étude américaine a, en effet, prouvé que les stratégies de vente à découvert visant à manipuler le marché sont plus probablement l'œuvre d'auteurs anonymes que de personnes physiques identifiables. Les vendeurs à découvert activistes dont il est question dans cette étude avaient publié sur SA un article défavorable au sujet d'un émetteur et déclaré détenir une position vendeur sur ses titres. Voir Joshua Mitts, « Short and Distort » (13 février 2020), *Columbia Law and Economics Working Paper No. 592*, sur SSRN.

II. Recherche et constatations empiriques

Les travaux de recherche des ACVM ont consisté en l'analyse empirique de Campagnes de vendeurs à découvert activistes et en l'examen des publications spécialisées portant sur ce sujet³⁵. L'analyse empirique se limitait aux Campagnes étudiées par Activist Insight (AI), fournisseur de données spécialisé dans le suivi d'investisseurs activistes, tant acheteurs que vendeurs. La base de données d'AI ne vise que les campagnes de grands vendeurs à découvert activistes, qu'il s'agisse d'entités ou de personnes physiques connues ou anonymes³⁶. Ces données couvrent censément les campagnes ayant la plus grande incidence sur le marché, mais pourraient aussi omettre des campagnes lancées par des acteurs moins importants.

Les publications spécialisées portant sur les activités des vendeurs à découvert activistes sont rares et surtout concentrées sur les marchés américains où, comme on le verra ci-après, ces activités et les données sur le sujet sont suffisamment abondantes pour permettre une analyse plus rigoureuse.

A. L'activité de vente à découvert activiste

Entre 2010 et septembre 2020, 73 émetteurs canadiens au total ont été la cible de 116 Campagnes, dont 16 (y compris les 12 lancées en 2020)³⁷ sont encore en cours selon AI³⁸. Si on a constaté une activité accrue depuis 2015, par contre il n'y a eu pas plus de cinq cibles canadiennes annuellement pour 1 000 émetteurs inscrits canadiens³⁹. En comparaison, les émetteurs américains sont plus fréquemment ciblés par les vendeurs à découvert activistes, soit une moyenne de 21 cibles américaines annuellement pour 1 000 émetteurs inscrits américains⁴⁰.

³⁵ Cette analyse portait sur les émetteurs inscrits à la cote au Canada et y ayant leur siège. Ceux qui n'y ont pas leur siège ne sont pas pris en compte. En 2019, une seule Campagne a ciblé un émetteur inscrit au Canada et qui n'y a pas son siège.

³⁶ Selon AI, les grands vendeurs à découvert activistes sont ceux qui, dans leur parcours, ont diffusé des théories ou des rapports percutants, dévoilé leurs positions sur les titres de la société cible et ont eu une incidence considérable sur le cours de ces titres.

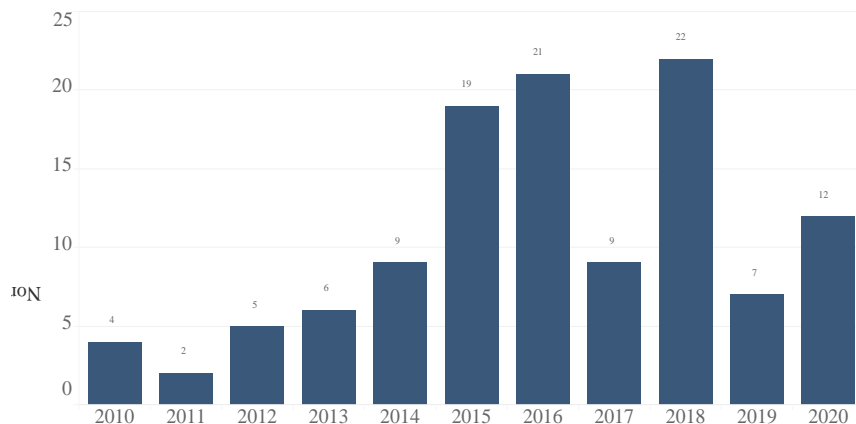
³⁷ En 2020, 12 Campagnes avaient été recensées en date du 30 septembre 2020.

³⁸ D'après les données d'AI du 1^{er} janvier 2010 au 30 septembre 2020. Les émetteurs sont reconnus comme des émetteurs canadiens en fonction du lieu de leur siège. Certains émetteurs sont ciblés par plusieurs vendeurs à découvert activistes. AI détermine si une campagne est terminée (plutôt qu'en cours) lorsque [TRADUCTION] « le vendeur à découvert ne maintient plus sa position, d'après l'information disponible publiquement, ou est inactif depuis un an. Étant donné que les annonces à ce sujet sont rares, la plupart des campagnes sont considérées comme terminées en raison de l'inactivité. »

³⁹ Les calculs de la CVMO fondés sur les données d'AI sur les émetteurs cibles de campagnes annuelles de 2010 à septembre 2020 et le nombre d'émetteurs inscrits à la fin de chaque exercice publié par la World Federation of Exchanges de 2010 à juin 2020. Sont inclus tous les émetteurs américains inscrits au NASDAQ et à la Bourse de New York pour le marché américain de même que tous les émetteurs canadiens inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX pour le marché canadien, à l'exclusion des fonds d'investissement.

⁴⁰ Voir *ibid.*

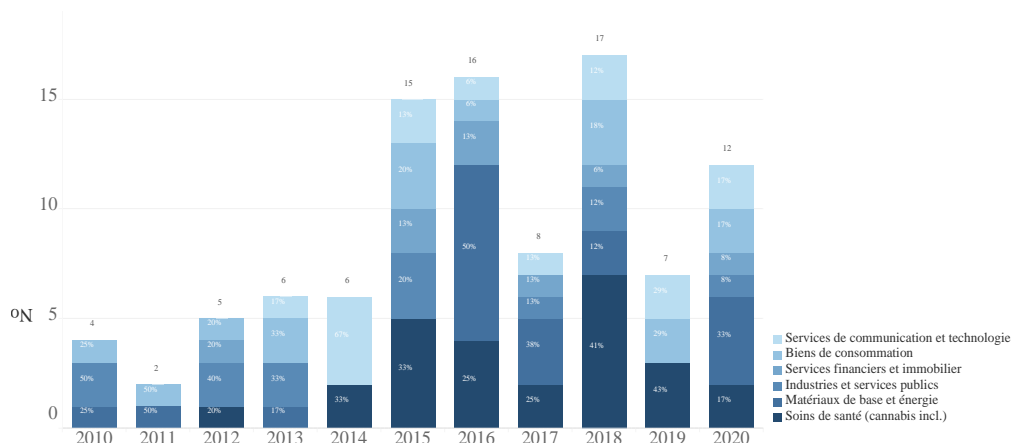
Graphique 1 – Nombre de campagnes de vente à découvert activiste au Canada (de 2010 à septembre 2020)



Pour le petit nombre d'émetteurs cibles canadiens relevés, l'activité annuelle des Campagnes semble très cyclique comme l'illustre le graphique 1. En règle générale, les vendeurs à découvert s'intéressent aux titres d'émetteurs et aux secteurs d'activité où ils perçoivent une surévaluation (voir le graphique 2)⁴¹. Durant les années de pointe, cette constatation est évidente, car les Campagnes des vendeurs à découvert activistes ont ciblé des émetteurs canadiens dans des secteurs particuliers potentiellement surchauffés. Par exemple, en 2018, parmi un nombre record de 17 émetteurs cibles canadiens, environ 35 % (ou six émetteurs cibles) relevaient du secteur du cannabis⁴². Toutefois, l'activité a fortement ralenti en 2017, avec des campagnes visant seulement huit émetteurs cibles canadiens, et, en 2019, seulement sept. En septembre 2020, on comptait 12 nouvelles campagnes ciblant des émetteurs canadiens depuis le début de l'année, mais quatre de ces émetteurs ont aussi été ciblés antérieurement par des vendeurs à découvert activistes.

⁴¹ Ekkehart Boehmer, Charles M. Jones & Xiaoyan Zhang, « Which Shorts are Informed? » (4 février 2007), *AFA 2007 Chicago Meetings Paper*, sur SSRN.

⁴² Les émetteurs du secteur du cannabis ont été classés dans le secteur des soins de santé. Le rapport de 2019 d'AI sur les activistes investissant au Canada avance que le précédent établi en 2018 était [TRADUCTION] « en grande partie dû à l'exubérance entourant le secteur émergent du cannabis, ce qui a attiré ses détracteurs. » En 2016, l'activité des vendeurs à découvert activistes s'était concentrée sur les émetteurs des secteurs des matériaux et des mines.

Graphique 2 – Émetteurs cibles de vendeurs à découvert activistes par secteur (de 2010 à septembre 2020)⁴³

B. Caractéristiques des campagnes canadiennes

La rubrique qui suit présente certaines caractéristiques des Campagnes qui permettent de mieux comprendre les types d'émetteurs canadiens ciblés : la taille de l'émetteur cible; l'incidence sur le cours de ses titres; le type d'allégations faites par les vendeurs à découvert activistes; et la proportion d'émetteurs cibles qui ont opposé une réponse stratégique ou subi certains contrecoups durant les Campagnes, le tout constaté par AI.

i. Taille des émetteurs cibles

Les Campagnes visaient généralement des émetteurs de relativement grande taille (capitalisation boursière médiane de 867 millions de dollars et capitalisation boursière moyenne de 4,5 milliards de dollars⁴⁴) par rapport à l'ensemble du marché canadien⁴⁵. En un sens, cette donnée n'est pas étonnante puisque AI concentre ses recherches sur les grands vendeurs à découvert activistes, mais elle est concorde aussi avec les études américaines qui indiquent que les sociétés cibles sont généralement des émetteurs de grande taille dont les titres font l'objet d'un volume d'opérations très élevé tant sur le marché au comptant que sur celui des options⁴⁶.

ii. Incidence sur le cours

La plupart des Campagnes analysées (75 % des émetteurs cibles) ont eu une incidence négative sur le cours le jour de l'annonce de la première campagne et jusqu'à un mois par

⁴³ Le nombre de Campagnes et d'émetteurs cibles n'est pas équivalent pour une année donnée car un émetteur cible peut faire l'objet de plusieurs Campagnes.

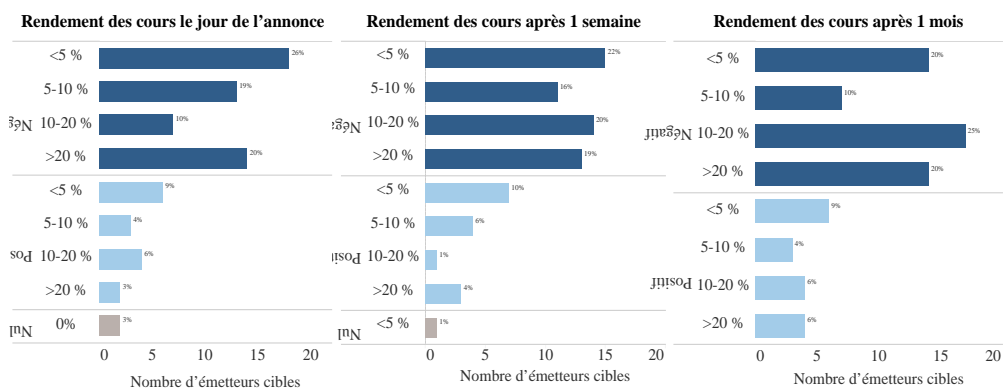
⁴⁴ La capitalisation boursière est calculée le jour précédant l'annonce de la première campagne du vendeur à découvert activiste pour les 69 émetteurs canadiens ciblés de 2010 au 30 septembre 2020 sur lesquels des données de marché historiques étaient disponibles.

⁴⁵ À titre comparatif, la capitalisation boursière médiane en fin d'exercice de tous les émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto de 2014 à 2019 se situait entre 112 et 153 millions de dollars. En date du 30 septembre 2020, environ 64 % des émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto avaient une capitalisation boursière de 300 millions de dollars ou moins, et 92 % des émetteurs inscrits à la Bourse de croissance TSX, de 100 millions de dollars ou moins.

⁴⁶ Voir Ljungqvist & Qian, *supra* note 3; Ian Appel, Jordan Bulka & Vyacheslav Fos, « Public Short Selling by Activist Hedge Funds » (1^{er} octobre 2018); et Zhao, *supra* note 3.

la suite⁴⁷. Toutefois, l'ampleur de l'incidence à court terme variait d'un émetteur cible à l'autre ainsi que dans le temps (voir le graphique 3). Environ 26 % des émetteurs cibles ont connu une baisse de moins de 5 % du cours de leurs actions le jour de l'annonce de la première campagne. La proportion d'émetteurs cibles ayant subi un rendement négatif de 10 % ou plus du cours a augmenté à compter du jour de l'annonce de la première campagne (environ 30 % des émetteurs cibles) jusqu'à un mois par la suite (environ 45 % des émetteurs cibles)⁴⁸.

Graphique 3 – Incidence de la première campagne sur les cours des actions des émetteurs cibles canadiens (de 2010 à septembre 2020)



iii. Allégations faites durant les Campagnes

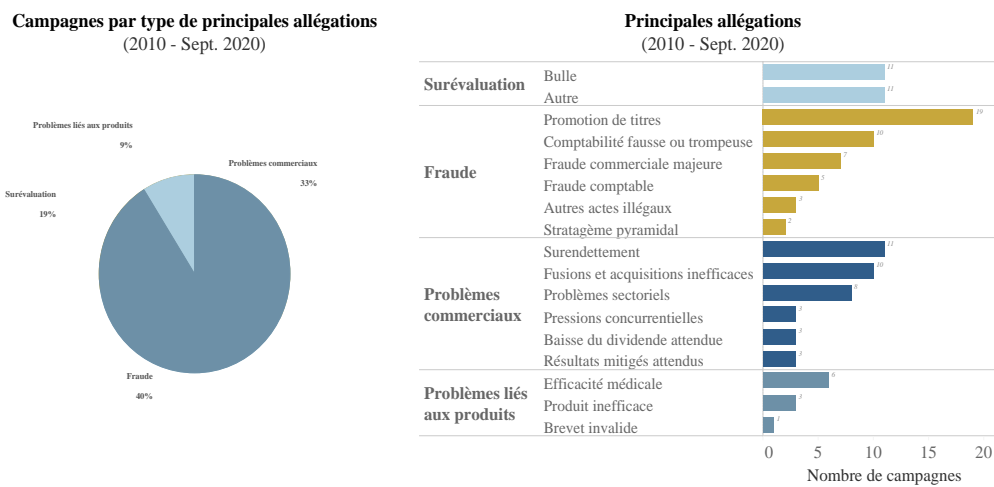
Parmi les 116 Campagnes canadiennes étudiées, 40 % comportaient des allégations de divers types de fraude chez l'émetteur. Les allégations de fraude les plus communes avançaient qu'il y avait un stratagème de promotion des titres (ou un prétendu stratagème de manipulation du marché (*pump and dump*)) dans lequel un tiers associé à la société (par exemple une firme externe) faisait la promotion de celle-ci (voir le graphique 4)⁴⁹. Durant les années de pointe (2015, 2016 et 2018), les allégations de fraude ont été faites dans moins du tiers des Campagnes. Les allégations concernant des problèmes commerciaux ou sectoriels (par exemple chute des prix des marchandises) et des inquiétudes plus générales quant à une surévaluation du marché ont été plus fréquentes ces dernières années.

⁴⁷ La CVMO a calculé le rendement des cours des actions à compter du jour précédant la date de l'annonce de la première Campagne pour les 69 émetteurs canadiens ciblés entre 2010 et septembre 2020 au sujet desquels des données historiques sur le marché étaient disponibles. Le rendement des cours des actions ne mesure pas uniquement l'incidence de l'annonce de la Campagne du vendeur à découvert, mais tient compte également d'autres renseignements positifs ou négatifs au sujet de l'émetteur cible en particulier ou plus généralement (p. ex. au sujet du marché ou du secteur).

⁴⁸ *Ibid.*

⁴⁹ D'après l'évaluation des Campagnes par AI.

Graphique 4 – Principales allégations des vendeurs à découvert activistes



iv. Réponses des émetteurs cibles et issue des campagnes

Environ 73 % des 73 émetteurs canadiens ciblés par les 116 Campagnes recensées y ont répondu en prenant certaines mesures (voir le graphique 5), notamment le remplacement du chef de la direction ou du chef des finances, l'embauche d'un nouvel auditeur ou d'un enquêteur indépendant, l'arrêt des opérations sur les titres, l'engagement de poursuites contre le vendeur à découvert activiste ou l'annonce d'une opération sur les marchés des capitaux (par exemple un dessaisissement, une acquisition, un placement privé) au cours de la Campagne⁵⁰.

Graphique 5 – Réponses des émetteurs cibles et issue des campagnes (de 2010 à septembre 2020)

Siège de l'émetteur cible	Émetteurs cibles	Réponse de l'émetteur cible	Issue négative pour l'émetteur cible	Réponse de l'émetteur cible ou issue négative
Canada	73	73 %	29 %	78 %
États-Unis	783	60 %	26 %	67 %
Émetteurs étrangers	344	65 %	28 %	69 %

Par ailleurs, les données d'AI ont recensé l'issue des Campagnes qui serait généralement considérée comme négative sur le marché (par exemple la radiation de la cote, la démission de l'auditeur ou une action collective). Environ 29 % des émetteurs cibles canadiens ont connu au moins un de ces événements⁵¹. Les actions collectives intentées contre les émetteurs constituaient l'issue la plus commune parmi les trois types examinés. Environ 23 % des émetteurs canadiens cibles (comparativement à 23 % des émetteurs américains et à 21 % des émetteurs étrangers) ont fait l'objet d'une action collective engagée à la suite

⁵⁰ Réponses des émetteurs selon les données d'AI.

⁵¹ Cela correspond à l'issue des campagnes ciblant des émetteurs sur des marchés étrangers (voir le graphique 5).

d'une Campagne⁵². Nous ne saurions affirmer avec certitude que les réponses des émetteurs ou l'issue qu'ils ont connue résultaient directement de la Campagne, mais, selon les experts, ces réponses (ou des mesures similaires) démontrent qu'une campagne a mis au jour des problèmes chez les émetteurs⁵³.

C. Analyse et questions en vue de de la consultation

Il semble exister une perception selon laquelle la vente à découvert activiste est en hausse au Canada⁵⁴, et que cette forme d'activisme joue un rôle négatif sur nos marchés. Comme il a été mentionné précédemment, compte tenu de la taille de notre marché et du nombre de sociétés ouvertes, il ne semble pas que l'ampleur du phénomène de la vente à découvert activiste au Canada soit disproportionnée par rapport aux États-Unis. Cette constatation étant faite, nous reconnaissons que les comparaisons de cette nature ou la simple comparaison du nombre absolu de campagnes n'offrent pas le contexte nécessaire pour appréhender les problèmes. Les facteurs de marché propres à chaque pays doivent être pris en compte.

La preuve empirique disponible indique que l'augmentation récente du nombre de Campagnes dénote une tendance cyclique, c'est-à-dire que les vendeurs à découvert activistes ciblent des émetteurs dans des secteurs particuliers potentiellement surchauffés. Cette tendance donne à penser que notre marché sera témoin d'une hausse de l'activisme de cette nature dans les cas où un secteur ou un émetteur semble surévalué, mais n'indique pas nécessairement que, dans ce contexte, ces vendeurs ont eu un comportement répréhensible.

L'activisme sous forme de vente à découvert procède de l'intention de provoquer une perte de valeur pour les actionnaires de l'émetteur cible, ce qui prête à controverse. La plupart des études spécialisées s'intéressant au marché américain confirment la notion selon laquelle ces activistes sont plus susceptibles d'améliorer l'efficacité du marché sur les plans de l'information et des cours en dénonçant des problèmes réels dans les activités et l'exploitation d'un émetteur que de mettre en œuvre des stratégies de vente à découvert pour manipuler le marché. L'analyse de l'issue des Campagnes et des mesures que les émetteurs ont prises pour y répondre laisse entendre que les allégations ont représenté une force de changement, quoiqu'il ne soit pas évident que les changements effectués étaient destinés à répondre aux préoccupations soulevées par les Campagnes.

⁵² Notre examen a confirmé que presque toutes les actions collectives entamées à la suite d'une Campagne étaient fondées sur des allégations identiques ou similaires à celles qui avaient été faites durant la Campagne. Nous reconnaissons que le fait d'intenter une action collective, même fondée sur des allégations similaires, ne confirme pas la véracité des allégations sous-jacentes formulées durant une Campagne.

⁵³ Une étude américaine a été réalisée sur 124 campagnes en vue de déterminer s'il s'agissait de campagnes lancées par des vendeurs à découvert activistes visant à manipuler le marché, sur la base d'un examen des événements subséquents. L'étude indique que des enquêtes distinctes effectuées par la Securities and Exchange Commission et par le Department of Justice sont parvenues à des conclusions similaires à celles des vendeurs à découvert activistes dans 90 % de ces campagnes et, finalement, 50 % des émetteurs cibles ont été radiés de la cote, 47 % ont remplacé leur auditeur et 23 % ont retraité leurs résultats. Voir Ljungqvist & Qian, *supra* note 3.

⁵⁴ Par exemple, voir Schecter, *supra* note 1. Nous constatons qu'en général, l'activisme (tant du côté acheteur que du côté vendeur) a augmenté. Voir également : « L'activisme actionnarial : tendances et faits nouveaux importants en 2019 », *Rapport de Davies sur la gouvernance 2019* (3 octobre 2019); Eric Woerth et Benjamin Dirx, [Rapport à l'Assemblée nationale \(France\) sur l'activisme actionnarial](#) (2 octobre 2019) [Rapport Woerth].

On reproche également aux vendeurs à découvert activistes de rechercher le profit à court terme plutôt que de promouvoir la justesse des cours à long terme. Néanmoins, ils peuvent également faire contrepoids à un optimisme potentiellement excessif sur le marché.

Enfin, nous reconnaissons que les émetteurs cibles peuvent être réticents à porter plainte aux autorités en valeurs mobilières à propos de comportements qu'ils estiment problématiques dans le contexte d'une campagne par crainte de les inciter à examiner de près les allégations qui sont faites. La réponse qu'un émetteur choisit de donner dans le cadre d'une campagne pourrait être perçue comme accordant de la crédibilité ou une quelconque légitimité aux enjeux soulevés, mais il se peut aussi que l'émetteur choisisse de le faire pour d'autres motifs stratégiques.

Questions en vue de de la consultation

1. Quelle est votre perception des vendeurs à découvert activistes? Veuillez en décrire les fondements.
2. Pouvez-vous citer des exemples de comportements dans le cadre de Campagnes de vente à découvert activiste qui, à votre avis, sont problématiques?
3. Étant donné que les données disponibles portent principalement sur les grands vendeurs à découvert activistes, quel est votre avis sur les vendeurs à découvert activistes moins connus ou agissant sous un pseudonyme qui ciblent des émetteurs canadiens? Comment peut-on connaître leur identité? Y a-t-il des indices qu'ils lancent des campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché?
4. Quelles sources de données empiriques sur les Campagnes devrions-nous consulter?
5. En 2019, le nombre d'émetteurs canadiens ciblés par les grands vendeurs à découvert activistes a considérablement reculé par rapport à l'année précédente. Existe-t-il des conditions de marché ou d'autres circonstances qui, à votre avis, favoriseraient une recrudescence? Veuillez motiver votre réponse.
6. Y a-t-il des éléments probants particuliers qui indiqueraient que les marchés canadiens sont plus vulnérables à la vente à découvert activiste, y compris la vente à découvert potentiellement problématique (par exemple la taille et le type d'émetteurs, les secteurs d'activité représentés ou d'autres conditions de marché)? Veuillez donner des exemples précis de ces vulnérabilités et expliquer en quoi elles diffèrent de la situation d'autres territoires.
7. Les émetteurs sont-ils restreints par des limites d'ordre pratique dans leur capacité à répondre aux allégations faites dans le cadre d'une Campagne? Dans l'affirmative, quelles sont ces limites et avez-vous des recommandations à faire sur les moyens de les atténuer?
8. Les émetteurs sont-ils réticents à s'adresser aux autorités en valeurs mobilières lorsqu'ils s'estiment injustement ciblés par un vendeur à découvert activiste? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?

III. Cadre réglementaire

A. Canada – Surveillance, communication d'information et restrictions concernant les activités de vente à découvert

En vertu de la réglementation des valeurs mobilières, les vendeurs à découvert activistes ne sont pas assujettis à des obligations expresses (par exemple, la législation canadienne en valeurs mobilières ne régit pas le contenu de leurs déclarations). Par contre, la vente à découvert en tant qu'activité de négociation est soumise à un encadrement bien établi qui est administré principalement par l'OCRCVM et qui comporte un régime d'information détaillé fournissant à l'organisme en temps utile des renseignements grâce auxquels il peut surveiller toute pratique potentiellement inappropriée de vente à découvert. Ce cadre prévoit :

- l'obligation de désigner tous les ordres à découvert comme « ventes à découvert » ou « ordres dispensés de la mention à découvert »⁵⁵;
- l'obligation de communiquer à l'OCRCVM les « transactions échouées sur une période prolongée »⁵⁶;
- 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 participant⁵⁷ (agissant à titre de contrepartiste ou de mandataire) ou par une personne ayant droit d'accès sans que des dispositions préalables aient été prises en vue de l'emprunt des titres nécessaires au règlement (c'est-à-dire que l'OCRCVM peut exiger un emprunt préalable dans certaines circonstances)⁵⁸;
- la capacité de l'OCRCVM de désigner un titre comme « titre inadmissible à une vente à découvert »⁵⁹.

En outre, 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

⁵⁵ Voir les RUIM, *Article 3 – Ventes à découvert, Interdiction de saisie d'ordres*, paragraphe 3.2 [paragraphe 3.2]. 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 compte 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 RUIM, *Article 1 – Définitions et interprétation*, paragraphe 1.1.

⁵⁶ S'entend d'une transaction pour laquelle il n'y a pas eu de règlement et du fait que ce défaut n'a pas été corrigé dans les 10 jours de bourse suivant la date de règlement initiale; ces transactions doivent être déclarées à l'OCRCVM. Voir les RUIM, *Article 7 – Négociation sur un marché – Transactions échouées sur une période prolongée*, paragraphe 7.10.

⁵⁷ Les participants sont notamment des courtiers membres d'une bourse, des utilisateurs d'un système de cotation et de déclaration d'opérations ou des adhérents d'un système de négociation parallèle.

⁵⁸ 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. Voir les RUIM, *Article 1 – Définitions and Interprétation*, [paragraphe 1.1](#). Voir également les RUIM, *Politique 1.1, Définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »*, [paragraphe 1.1](#); les RUIM, *Article 6 – Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché*, [paragraphe 6.1\(4\) et 6.1\(6\)](#).

⁵⁹ L'expression « 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 RUIM, *Article 1 – Définitions and Interprétation*, [paragraphe 1.1](#); voir aussi le [paragraphe 3.2](#), *supra* note 54, à l'alinéa (1)b).

passation de l'ordre si elle n'est pas propriétaire des titres⁶⁰. Conformément aux RUIIM, qui vont dans le sens de cette obligation légale, les participants doivent calculer la position à découvert globale de chaque compte individuel et fournir à l'OCRCVM un relevé de cette position deux fois par mois⁶¹, que l'OCRCVM publie ensuite sur son site Web⁶². L'OCRCVM 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 relevé sur le total des ventes à découvert du secteur pour chaque titre au cours de la période de présentation de l'information⁶³. Contrairement aux autres territoires dont il est question ci-après (UE, Australie), il n'y a pas d'obligation d'information concernant la position à découvert d'un compte individuel envers l'OCRCVM ou le public. Malgré cette absence d'obligation, il n'est pas rare qu'à l'amorce d'une campagne, les vendeurs à découvert activistes fournissent volontairement de l'information selon laquelle ils ont pris une position à découvert sur les titres d'un émetteur en particulier.

B. Interdiction de se livrer à des activités manipulatrices ou trompeuses

La législation en valeurs mobilières, le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* et les RUIIM interdisent les activités manipulatrices ou trompeuses. Dans le contexte d'une vente à découvert, de telles activités incluraient la saisie d'un ordre de vente d'un titre sans attente raisonnable, au moment de la saisie de l'ordre, de pouvoir régler une opération découlant de l'exécution de l'ordre⁶⁴. Les « ventes à découvert sans livraison », au sens attribué parfois à cette expression, ne sont pas autorisées en vertu des RUIIM⁶⁵.

L'OCRCVM surveille les activités de négociation potentiellement abusives. Par exemple, dans le contexte des activités de vente à découvert, il utilise des algorithmes pour observer les niveaux inhabituels d'activités de ventes à découvert conjuguées 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 manipulatrices. Ces examens peuvent notamment porter sur les médias sociaux ou les salons de clavardage, ainsi que sur les relevés de transactions échouées sur une période prolongée pour y déceler des indications de problèmes de règlement. S'il y a lieu, il est également possible de renvoyer

⁶⁰ 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 l'opération. Voir également l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

⁶¹ Voir les RUIIM, *Article 10 – Conformité – Relevés de positions à découvert*, [paragraphe 10.10](#).

⁶² Le relevé consolidé des positions à découvert (RCPD) indique 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 titre, conformément au paragraphe 10.10 des RUIIM. Le relevé est publié deux fois par mois et est fondé sur l'information concernant les positions à découvert transmise à l'OCRCVM par les courtiers membres participants et les personnes ayant droit d'accès.

⁶³ Le rapport sommaire statistique sur les ventes à découvert est fondé sur les données relatives aux opérations désignées comme « ventes à découvert » fournies par chaque marché que l'OCRCVM surveille. Le rapport est publié deux fois par mois.

⁶⁴ Voir l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, sous-paragraphe f du paragraphe 3 de l'article 3.1, et les RUIIM, *Article 2 – Pratiques de négociation abusives – Activités manipulatrices et trompeuses*, [paragraphe 2.2, alinéas g\) et h\), de l'Article 2](#).

⁶⁵ Comme on l'a noté précédemment dans l'Avis 12-0078 de l'OCRCVM – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées*, supra note 20, il n'y a pas de définition universellement acceptée de l'expression « vente à découvert sans livraison ». L'usage le plus courant se rapporte à la vente à découvert par le vendeur qui a choisi intentionnellement de ne pas prendre de dispositions pour emprunter les titres nécessaires au règlement de la transaction qui en découle. Certains adoptent une interprétation plus restrictive et la définissent comme une vente à découvert dont le vendeur n'a pas emprunté au préalable les titres nécessaires au règlement.

un cas à la direction de l'application de la loi de l'autorité membre des ACVM compétente aux fins d'enquête.

Comme il a été indiqué dans la partie I, la législation en valeurs mobilières contient également des dispositions interdisant les activités manipulatrices qui s'appliquent à tous les participants au marché, y compris les vendeurs à découvert activistes.

C. Cadres réglementaires internationaux

La différence la plus notable entre les cadres réglementaires qui s'appliquent à la vente à découvert activiste dans l'Union européenne (l'UE) et en Australie concerne la publication de déclarations et la communication d'information concernant la taille des positions et l'identité des vendeurs à découvert en général⁶⁶.

L'Autorité européenne des marchés financiers (l'AEMF) exige que les positions à découvert nettes (y compris les positions directes et synthétiques) de « personnes physiques ou morales » soient d'abord déclarées à l'autorité de réglementation lorsqu'elles représentent 0,2 % du capital en actions émises de la société concernée et que l'information soit rendue publique si la position atteint 0,5 % du capital en actions émises et chaque fois qu'elle s'accroît de 0,1 % par la suite⁶⁷. Toute personne peut donc connaître l'identité des détenteurs de positions à découvert qui atteignent ces seuils à l'égard d'un titre de l'UE⁶⁸. Les données publiées dans l'UE sont par conséquent plus détaillées et transparentes que les données consolidées qui sont publiées au Canada. L'imposition d'une obligation d'information de cette nature y est conçue comme une solution réglementaire de rechange à l'interdiction pure et simple des ventes à découvert, toujours dans l'objectif de restreindre ces activités. En effet, le règlement de l'UE en question a été établi principalement en réponse aux crises financières et à la crise de la dette souveraine, dans le but de promouvoir la stabilité du marché⁶⁹.

⁶⁶ Il est à noter qu'aux États-Unis, seul le volume des ventes à découvert de titres individuels est publié quotidiennement et l'information sur les opérations individuelles de vente à découvert est publiée un mois après celles-ci mais ne contiennent pas de détails sur les vendeurs à découvert.

⁶⁷ Voir le *Règlement (UE) n° 236/2012* du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (2012). Il est à noter qu'en 2017, l'AEMF a examiné la nécessité d'accroître ou non la transparence des positions à découvert en publiant des positions à découvert globales qui sont actuellement encore confidentielles. Voir le Rapport final de l'Autorité européenne des marchés financiers, « Technical Advice on the Evaluation of Certain Elements of the Short Selling Regulation » (21 décembre 2017). Sur la question de la transparence, l'AEMF a donné l'avis technique suivant à la Commission européenne : [TRADUCTION] « des améliorations pratiques du régime actuel, y compris l'institution d'un système de notification et de publication centralisé dans toute l'Europe... [et] des mesures de soutien exigeant le LEI aux fins de l'identification de certains détenteurs de positions ». Plus précisément, pour le domaine abordé dans le document, [TRADUCTION] « l'AEMF recommande également que les ACN soient autorisées à publier périodiquement des positions à découvert nettes globales anonymes par émetteur, à titre volontaire, lorsqu'elles considèrent que les questions décrites ci-dessus peuvent être traitées de manière adéquate dans leur territoire ».

⁶⁸ À l'égard des vendeurs à découvert activistes, de l'information supplémentaire peut être exigée en vertu de la réglementation sur les abus de marché, qui oblige toute entité émettant des recommandations à déclarer les conflits d'intérêts lorsqu'elle détient une position acheteur ou vendeur nette représentant 0,5 % ou plus du capital de la société concernée. Voir le *Règlement (UE) n° 596/2014* du Parlement européen et du Conseil sur les abus de marché.

⁶⁹ Corrado Malberti, Stéphane Rousseau et Konstantinos Sergakis, « The Regulation of Short Selling: A Transatlantic Discussion on Policy Issues and Instruments » (6 octobre 2018), *Revue trimestrielle de droit financier, RTDF no 4-2018* [Malberti, Rousseau et Sergakis].

En Australie, il existe des obligations de déclaration d'information sur les ventes à découvert applicables à la fois aux opérations⁷⁰ et aux positions qui dépassent un certain seuil⁷¹. En fonction de cette information, le total des positions à découvert sur les produits financiers un jour de déclaration donné est publié sur le site Web de l'Australian Securities and Investments Commission, tandis que les rapports d'opérations sont publiés sur celui de l'Australian Securities Exchange. Ces rapports ne renferment pas de détails sur les vendeurs à découvert mais donnent une indication de la proportion des opérations sur un titre en particulier qui constituent des ventes à découvert et du niveau global des positions à découvert sur chaque titre⁷².

D. Analyse et questions en vue de la consultation

Certains craignent que les émetteurs canadiens soient vulnérables à la vente à découvert abusive, suivant la perception selon laquelle la réglementation de la vente à découvert au Canada est [TRADUCTION] « permissive et laxiste »⁷³. Nous faisons remarquer que, bien que le cadre réglementaire au Canada diffère à certains égards de celui d'autres territoires, il est conforme aux quatre principes de l'OICV en matière de réglementation efficace de la vente à découvert⁷⁴.

Au fil des ans, l'OCRCVM a examiné le régime de réglementation régissant la vente à découvert pour déterminer s'il est toujours approprié. En 2012, un certain nombre de modifications aux RUIM sur les ventes à découvert et les transactions échouées ont été approuvées par les ACVM et mises en œuvre⁷⁵. Ces modifications comprennent notamment :

- l'abrogation du critère relatif à la variation du cours⁷⁶;
- l'imposition d'obligations d'emprunt préalable pour les ventes à découvert effectuées dans certaines circonstances;

⁷⁰ La déclaration des ventes à découvert consiste en la déclaration des volumes quotidiens de produits qui sont vendus à découvert sur le marché.

⁷¹ Une personne peut être tenue de déclarer une position vendeur, c'est-à-dire lorsque le nombre d'un produit qu'une personne possède, lorsqu'elle agit en une qualité donnée, est inférieur au nombre du produit qu'elle a l'obligation de livrer lorsqu'elle agit en la même qualité. Le vendeur est dispensé de déclarer ses positions à découvert qui a) sont égales ou inférieures à 100 000 \$; et b) qui représentent 0,01 % ou moins du nombre total de titres ou de produits faisant partie de la catégorie pertinente de titres ou de produits. Le total des positions à découvert sur les produits financiers pour un jour de déclaration donné sera publié sur le site Web de l'ASIC quatre jours après le jour de déclaration en question (T+4). Ces relevés ne contiendront pas de détails sur les vendeurs à découvert.

⁷² Voir Australian Securities and Investments Commission, « Regulatory Guide 196: Short Selling » (octobre 2018), Reg. 196.8.

⁷³ Harrington, *supra* note 11.

⁷⁴ Voir le rapport de l'OICV intitulé *Regulation of Short Selling – Final Report* (juin 2009), qui énonce quatre principes généraux pour une réglementation efficace de la vente à découvert et vise à aider les autorités de réglementation à gérer les risques au moyen d'un régime applicable aux ventes à découvert. Voir également l'Avis conjoint 23-312, *supra* note 19. Dans le cadre de son rapport sur le Programme d'évaluation du secteur financier intitulé « Canada : Financial Sector Assessment Program-IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation – Detailed Assessment of Implementation », le Fonds monétaire international a examiné le régime canadien en fonction du Principe 37 (la réglementation devrait avoir comme objectif d'assurer la gestion appropriée des expositions importantes, du risque de défaillance et des perturbations du marché) et a conclu qu'il était [TRADUCTION] « entièrement mis en œuvre » (7 mars 2014). Voir aux p. 18, 27 et 239 à 243.

⁷⁵ Avis de l'OCRCVM 12-0078, *supra* note 20.

⁷⁶ Le critère relatif à la variation du cours était l'interdiction, en vertu des RUIM, d'effectuer une vente à découvert à un prix moindre que le dernier cours vendeur du titre.

- l'introduction de la désignation « dispensé de la mention à découvert »⁷⁷.

Les modifications faisaient partie d'une stratégie générale de réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées qui consistait notamment à accroître la transparence de l'information à leur sujet, à surveiller les possibilités d'arbitrage réglementaire liées aux ventes à découvert et à améliorer la surveillance des ventes à découvert et des transactions échouées. C'est également à ce moment-là que les obligations d'emprunt préalable pour les ventes à découvert effectuées dans certaines circonstances ont été introduites comme autre mécanisme de surveillance et de contrôle des ventes à découvert potentiellement problématiques.

En outre, au même moment, les ACVM et l'OCRCVM ont publié un avis de consultation visant à recueillir des commentaires sur les aspects des mesures à prendre en matière d'information et de transparence relativement aux ventes à découvert et aux transactions échouées⁷⁸. Après l'examen des commentaires reçus et des données sur les ventes à découvert et les transactions échouées⁷⁹, il a été déterminé que l'adoption d'obligations réglementaires supplémentaires n'était pas nécessaire à ce moment-là⁸⁰. Il importe de noter que les transactions échouées se produisent à la fois lors de ventes provenant de positions acheteur et lors de ventes provenant de positions vendeur (ventes à découvert), pour diverses raisons. Elles ne sont pas toujours un indice de vente à découvert abusive ou sans livraison. Il existe de nombreux motifs pouvant justifier l'échec d'une transaction, et il est possible que ces échecs soient plus courants lorsque les transactions visent des actions peu négociées ou non liquides⁸¹. L'OCRCVM a indiqué qu'il continuerait de suivre l'évolution mondiale de la réglementation de la vente à découvert et des problèmes de transactions échouées qui y sont liés. Il a récemment commencé à examiner les sources de données requises pour entreprendre ses travaux en vue d'une nouvelle étude plus détaillée et plus large sur les transactions échouées⁸².

Nous avons assisté à la résurgence des préoccupations entourant la réglementation de la vente à découvert tant au Canada qu'à l'étranger⁸³. À l'échelle internationale, nous avons également constaté que l'augmentation des inquiétudes liées aux activités de vente à découvert a amené certains acteurs publics et privés à imposer des restrictions ou des

⁷⁷ Voir la note 55.

⁷⁸ Avis conjoint 23-312, *supra* note 19.

⁷⁹ Voir l'étude de l'OICV intitulée « Study on the Impact of the Prohibition on the Short Sale of Inter-listed Financial Sector Issuers » (février 2009) [étude de l'OICV].

⁸⁰ 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).

⁸¹ Voir Securities and Exchange Commission, 2016a., « *Frequently Requested FOIA Document: Fails-to-Deliver Data* » – données d'archive. Voir également Talis J Putnins, « Naked Short Sales and Fails to Deliver: An Overview of Clearing and Settlement Procedures for Stock Trades in the US » (27 octobre 2009), *Journal of Securities Operations and Custody*, à paraître, sur SSRN.

⁸² Nous faisons remarquer que l'AEMF a adopté de nouvelles règles en matière de transactions échouées qui devraient entrer en vigueur l'an prochain. Lorsque les transactions ne sont pas réglées — généralement dans un délai de deux ou trois jours — elles font l'objet d'une opération de rachat d'office et de pénalités. Voir le *Règlement délégué (UE) n° 2018/1229* de la Commission du 25 mai 2018 complétant le *Règlement (UE) n° 909/2014* du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant la discipline en matière de règlement. Voir le Rapport définitif de l'AEMF intitulé « CSDR RTS on Settlement Discipline – postponed entry into force » (4 février 2020).

⁸³ Notamment des préoccupations liées à la transparence et à la déclaration de l'information sur les ventes à découvert, à l'absence d'une obligation de localiser les titres et à l'absence d'un critère relatif à la variation du cours au Canada. Voir Davis et coll., *supra* note 12.

interdictions sur la vente à découvert et les activités connexes⁸⁴. Par exemple, en décembre 2019, le fonds d'investissement des régimes de pension du gouvernement japonais, soit la plus importante caisse de retraite au monde, a annoncé qu'il avait suspendu ses activités de prêt d'actions liées à son portefeuille de titres de capitaux propres non japonais « jusqu'à nouvel ordre »⁸⁵. Plus tôt en 2019, l'AEMF a appuyé la décision de l'Allemagne d'interdire pour deux mois les ventes à découvert sur les titres de la société de paiement Wirecard après que certains détracteurs de l'entreprise ont signalé des irrégularités financières⁸⁶. D'autres territoires ont réclamé une transparence et une déclaration d'information accrues. En octobre 2019, l'Assemblée nationale de France a publié un rapport sur l'activisme actionnarial recommandant de renforcer les obligations d'information au pays lorsque des investisseurs activistes et des vendeurs à découvert prennent des positions importantes à l'égard de titres de sociétés françaises⁸⁷.

Au Canada, il semble que certains ont la perception que le cadre réglementaire actuel est démesurément propice aux ventes à découvert activistes problématiques. Certains d'entre eux soutiennent que la solution réside dans l'accroissement de la transparence entourant les ventes à découvert, une position similaire à l'approche actuellement adoptée dans l'UE. À leur avis, ce type d'obligation d'information peut fournir aux émetteurs et aux investisseurs des renseignements supplémentaires sur lesquels fonder leurs opérations, en plus de faire obstacle aux ventes à découvert inappropriées. En revanche, certaines études indiquent que de telles obligations d'information pourraient avoir des effets indésirables, tels que compromettre les stratégies utilisées par les vendeurs à découvert, ce qui, inévitablement, entraînerait une diminution de la liquidité du marché ou nuirait à la formation des cours⁸⁸. Une transparence accrue de l'identité des vendeurs à découvert pourrait en outre exposer ceux-ci à des poursuites et à des mesures réglementaires, ce qui

⁸⁴ Lawrence Delevingne, Simon Jessop et Jonathan Spicer, « Return of short-selling bans: market protection or 'war against truth'? », *Reuters* (19 novembre 2019).

⁸⁵ Le FIRPG a affirmé que le régime actuel manque de transparence sur l'identité de l'« emprunteur final » d'une action après sa vente par un vendeur à découvert à qui elle lui est prêtée, et qu'un tiers pouvait exercer les droits de vote rattachés aux actions du FIRPG à l'encontre des politiques ou des intérêts de ce dernier. Le FIRPG n'a pas exclu la possibilité de retourner sur le marché du prêt d'actions dans l'avenir, en précisant toutefois qu'il ne le ferait pas avant que [TRADUCTION] « des améliorations » soient apportées afin [TRADUCTION] « d'accroître la transparence ». Voir Billy Nauman et Leo Lewis, « This is a decision between making cash immediately or being better stewards for our constituency », *The Financial Times* (12 décembre 2019). Cette décision n'a pas été sans conséquences financières, les honoraires que touche annuellement le FIRPG dans le cadre de prêts d'actions étant estimés à 115 millions de dollars américains. Voir Tim Kelly, « World's largest pension fund halts stock lending to short sellers », *Reuters* (3 décembre 2019).

⁸⁶ Il est à noter qu'en 2020, après l'interdiction touchant les ventes à découvert et un audit spécial subséquent de KPMG, il a été découvert qu'environ 1,9 milliard d'euros figurant au bilan de Wirecard ne pouvaient être vérifiés et n'existaient donc probablement pas. Ce scandale comptable a non seulement conduit Wirecard à sa perte, mais aussi incité l'AEMF à examiner l'activité de surveillance de l'autorité financière et des organismes de surveillance de l'Allemagne dans le cadre des événements ayant mené à l'effondrement de l'entreprise. Le 3 novembre 2020, l'AEMF a publié les résultats de son examen rapide par les pairs. Voir « Fast Track Peer Review on the Application of the Guidelines on the Enforcement of Financial Information (ESMA/2014/1293) by BaFin and FREP in the Context of Wirecard. » (*en anglais*).

⁸⁷ David Keohane et Harriet Agnew, « France seeks crackdown on short sellers and activist investors », *FT Online* (2 octobre 2019); Rapport Woerth, *supra* note 54.

⁸⁸ Malberti, Rousseau et Sergakis, *supra* note 69; Julien Mazzacurati, « The public disclosure of net short positions » dans le rapport de l'AEMF intitulé « Report on Trends, Risks, Vulnerabilities », n° 1 (2018) à la p. 60. Voir également le rapport définitif de l'AEMF intitulé « Technical Advice on the evaluation of certain elements of the Short Selling Regulation » (21 décembre 2017) à la p. 51. L'AEMF a confirmé que [TRADUCTION] « certains investisseurs évitent de franchir le seuil de 0,5 %, comme en témoignent une plus faible augmentation des positions à découvert et une durée relativement plus longue de détention de ces positions tout juste en deçà du seuil ».

pourrait freiner les ventes à découvert légitimes⁸⁹. Une étude a révélé que, lorsqu'ils sont tenus de déclarer de l'information sur leurs positions, les vendeurs à découvert demeurent délibérément en deçà du seuil de déclenchement de l'obligation d'information publique (0,5 %) afin de protéger leurs renseignements personnels⁹⁰. L'incidence de l'imposition d'obligations d'information supplémentaires sur les ventes à découvert doit être examinée à la lumière de ces questions, afin de déterminer s'il s'agit d'un outil permettant d'atteindre les objectifs réglementaires souhaités sans faire indûment obstacle aux ventes à découvert, activistes ou non, qui sont légitimes.

Comme on l'a vu dans la partie I, les vendeurs à découvert s'exposent déjà à des risques et à des coûts importants lorsqu'ils prennent des positions, et ces risques sont amplifiés dans le cas des activistes. Certains experts suggèrent aux décideurs de s'efforcer d'atténuer les difficultés et de réduire les coûts liés à la vente à découvert, compte tenu du potentiel d'amélioration de l'efficacité du marché qui découlent de ces campagnes⁹¹. D'autres ont proposé des variantes du modèle de déclaration de l'information de l'UE qui répondent plus directement aux préoccupations soulevées par le comportement problématique des vendeurs à découvert activistes et par les implications du recours aux médias sociaux sur les activités promotionnelles, qu'il s'agisse d'une position vendeur ou d'une position acheteur. Par exemple, un groupe d'experts américains a récemment exhorté la SEC d'imposer une [TRADUCTION] « obligation de mettre à jour » une position vendeur lorsque de l'information a été déclarée volontairement à son sujet⁹², au motif que, lorsqu'un vendeur à découvert déclare volontairement une position vendeur, l'omission d'indiquer le dénouement de la position est [TRADUCTION] « doublement trompeuse », car l'information initiale concernant sa position vendeur n'est plus exacte, et le vendeur à découvert [TRADUCTION] « n'a pas d'importants intérêts en jeu, de sorte que l'opinion défavorable qu'il émet ne donne pas aux participants au marché des raisons de croire en la véracité des allégations sous-jacentes »⁹³. Il a aussi été proposé d'imposer une période de détention minimale de 10 jours au promoteur de valeurs mobilières ou au vendeur à découvert qui ouvre une position importante et diffuse de l'information influant sur le marché, quel que soit le moyen de diffusion. Le principe qui sous-tend cette proposition est qu'une période de détention permettrait au marché d'évaluer la qualité et la crédibilité de l'information⁹⁴.

⁸⁹ Bliss, Molk et Partnoy, *supra* note 8 aux p. 14 et 17. [TRADUCTION] « Owen Lamont fournit la preuve que les sociétés prennent des mesures juridiques et réglementaires contre les vendeurs à découvert, en alléguant une conduite criminelle, en intentant des poursuites contre eux, en engageant des enquêteurs privés, en demandant aux autorités publiques de faire enquête sur eux et en manipulant les marchés des valeurs mobilières afin de contrecarrer les ventes à découvert. » Voir Lamont, *supra* note 21.

⁹⁰ Rients Galema et Dirk Gerritsen, « The effect of the accidental disclosure of confidential short sales positions » (2018), *Finance Research Letters*, à paraître.

⁹¹ Bliss, Molk et Partnoy, *supra* note 8 aux p. 46 et 47.

⁹² Voir « Petition for Rule Making on Short and Distort », lettre adressée à Vanessa Countryman, secrétaire de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (16 février 2020); John Coffee Jr et Joshua Mitts, « Petition for Rule Making on Short and Distort », *The CLS Blue Sky Blog* (18 février 2020).

⁹³ *Ibid.* Les auteurs ont également demandé à la SEC de confirmer que le dénouement rapide d'une position après la publication d'un relevé, sans que soit expressément indiquée l'intention de dénouer la position, peut constituer une fraude en violation de la Rule 10b-5, et proposent l'adoption d'une disposition d'exonération visant la clôture à un cours égal ou inférieur à l'évaluation mentionnée ou implicite dans le relevé.

⁹⁴ Mark Cohodes, « Pump-and-dump stock trading needs new rules for the digital age », *FT Online*, 26 avril 2020.

Questions en vue de de la consultation

9. Le cadre réglementaire actuel permet-il de gérer adéquatement les risques associés aux ventes à découvert activistes problématiques? Veuillez motiver votre réponse et donner des exemples précis de préoccupations et d'aspects à l'égard desquels, à votre avis, il ne serait pas adéquat.
10. Depuis 2012, année de la mise en œuvre des modifications des RUIIM concernant les ventes à découvert et les transactions échouées, y a-t-il eu des faits ou des renseignements nouveaux sur le marché pouvant justifier la révision du cadre réglementaire actuel régissant la vente à découvert? Dans l'affirmative, veuillez décrire ces faits ou ces renseignements et indiquer, en fournissant les éléments probants qui soutiennent votre point de vue :
 - a. si, à votre avis, il existe un lien entre les transactions échouées et les ventes à découvert activistes;
 - b. quelles modifications devraient être envisagées et pour quels motifs, plus particulièrement en ce qui a trait aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques;
 - c. s'il existe des exigences réglementaires pertinentes dans d'autres territoires qu'il serait souhaitable d'examiner, et pourquoi.
11. Le régime d'information actuel sur les ventes à découvert est-il adéquat? Veuillez motiver votre réponse en indiquant :
 - a. quelles obligations d'information permettraient de répondre aux risques liés aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques et la manière dont elles amélioreraient les mesures de dissuasion;
 - b. quel élément déclencherait d'éventuelles obligations d'information supplémentaire et à quel moment cette information devrait être fournie;
 - c. de quelle manière la déclaration d'information supplémentaire peut être utile sans nuire à la liquidité du marché;
 - d. si vous prévoyez des enjeux liés à l'imposition d'une obligation de mise à jour après la déclaration volontaire de l'information sur une position vendeur.

IV. Sanctions et voies de droit

A. Surveillance des vendeurs à découvert activistes

Dans la plupart des territoires des autorités membres des ACVM, la législation en valeurs mobilières ne prévoit aucun mécanisme régissant explicitement les activités des vendeurs à découvert activistes ainsi que la forme et le contenu de leurs déclarations publiques⁹⁵. Il est néanmoins possible que le comportement et les déclarations d'un vendeur à découvert activiste ne respectent pas la législation en valeurs mobilières s'ils impliquent la diffusion de déclarations fausses ou trompeuses sur un point important dans le marché⁹⁶. La législation en valeurs mobilières interdit en général à toute personne physique ou morale de faire une déclaration dont elle sait ou devrait raisonnablement savoir ce qui suit à son sujet :

- a) sur un point important et eu égard au moment où elle est faite et aux circonstances dans lesquelles elle a été faite, elle est fausse ou trompeuse ou omet un fait devant être déclaré ou nécessaire à une déclaration non trompeuse;
- b) il est raisonnable de s'attendre à ce qu'elle ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre, d'un dérivé ou du sous-jacent d'un dérivé⁹⁷.

De récentes modifications apportées au *Securities Act* de la Colombie-Britannique ont introduit une nouvelle interdiction applicable aux personnes qui s'engagent dans des activités promotionnelles. Ainsi, il est interdit à ces personnes de faire une déclaration ou de fournir de l'information qui est fausse ou trompeuse dans les circonstances où une personne ou un investisseur raisonnable considérerait qu'elle est importante pour prendre sa décision d'investissement. Contrairement aux autres interdictions de déclaration fausse ou trompeuse prévues dans la législation en valeurs mobilières, celle-ci n'exige pas :

- que la déclaration ou l'information soit fausse ou trompeuse sur un point important ;
- qu'il soit raisonnable de s'attendre à ce que l'information ou la déclaration ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre⁹⁸.

La législation canadienne en valeurs mobilières contient également des interdictions concernant la fraude et la manipulation du marché⁹⁹ qui, dans des circonstances appropriées, pourraient s'appliquer à l'inconduite de vendeurs à découvert activistes. En règle générale, ces dispositions interdisent à toute personne de se livrer ou de participer,

⁹⁵ En Colombie-Britannique, le paragraphe 1(1) du *Securities Act* a été récemment modifié par l'ajout de la définition d'« activités promotionnelles » (*promotional activities*). Ces activités y sont définies de manière à inclure toute activité ou communication qui encourage ou pourrait raisonnablement encourager une personne à acheter, à ne pas acheter, à négocier ou à ne pas négocier un titre ou un dérivé. Il est à noter que la définition confère à la British Columbia Securities Commission le pouvoir de prescrire par règlement que certaines activités ne sont pas des activités promotionnelles. L'article 183 et, plus particulièrement, le paragraphe 183(12.2) et l'alinéa 184(1)(b), confèrent le pouvoir d'édicter des règlements imposant des obligations d'information à une personne qui s'engage dans des activités promotionnelles et d'imposer des obligations, des restrictions ou des interdictions diverses à différentes catégories de personnes qui s'engagent dans ces activités. Voir les *Modifications de la BCSA*, *supra* note 26.

⁹⁶ Par exemple, voir *Re Cohodes*, 2018 ABASC 161 [*Cohodes*].

⁹⁷ Par exemple, voir la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, LRO, c. S.5, article 126.2.

⁹⁸ Voir les *Modifications de la BCSA*, part. 50(3), *supra* note 26.

⁹⁹ Par exemple, voir le paragraphe 126.1(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

directement ou indirectement, à un acte, relativement à des valeurs mobilières et, dans certains cas, à des dérivés¹⁰⁰ :

- soit si elle sait ou devrait raisonnablement savoir que cet acte crée ou contribue à créer une apparence trompeuse d'activité de négociation d'un titre ou un cours artificiel pour ce titre;
- soit qui constitue une fraude à l'encontre d'une personne physique ou morale¹⁰¹.

Au Québec, constitue également une infraction le fait d'influencer ou de tenter d'influencer le cours du marché ou la valeur d'un titre par des pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses¹⁰².

B. Voies de droit

Au Canada, la législation en valeurs mobilières ne prévoit pas de mécanisme permettant aux émetteurs ou aux investisseurs de réclamer des dommages-intérêts à des vendeurs à découvert activistes pour des déclarations faites dans le cadre de campagnes¹⁰³. Dans certains territoires, comme l'Australie, la législation sur les sociétés ou les valeurs mobilières contient des dispositions prévoyant un droit privé d'action à l'égard de certaines infractions, notamment l'interdiction de faire ou de diffuser de l'information ou des déclarations fausses ou trompeuses; ces dispositions pourraient s'appliquer aux activités des vendeurs à découvert activistes¹⁰⁴.

Outre celles prévues par la législation en valeurs mobilières, les émetteurs et les investisseurs pourraient se prévaloir de voies de droit en droit civil ou en common law en vue d'intenter des poursuites en dommages-intérêts pour allégations de comportement problématique de la part de vendeurs à découvert activistes. Toutefois, très peu de décisions judiciaires ont été rendues récemment au Canada sur la vente à découvert activiste¹⁰⁵. Cette situation s'explique peut-être par les défis pratiques et les problèmes de preuve inhérents aux poursuites civiles¹⁰⁶.

¹⁰⁰ Par exemple, voir la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec, L.R.Q., c. 1-14.01, article 151, et la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, paragraphe 126.1(1).

¹⁰¹ Dans certains territoires, dont la Colombie-Britannique, l'Alberta, l'Ontario et le Québec, le fait de tenter de commettre une fraude ou de manipuler le marché constitue également une infraction.

¹⁰² *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, article 195.2, et *Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q., c. 1-14.01, article 150. Commet également une infraction toute personne qui, n'étant pas inscrite comme courtier, conseiller ou représentant, diffuse auprès des épargnants des renseignements de nature à influencer leurs décisions d'investissement et en retire un avantage distinct de sa rémunération normale. Voir la *Loi sur les valeurs mobilières*, article 200.

¹⁰³ Selon les circonstances, les sanctions civiles prévues par la loi pour information fautive ou trompeuse ne visent généralement que les déclarations faites par les émetteurs, leurs administrateurs, certains de leurs dirigeants et d'autres « personnes influentes ». Voir, p. ex., la partie XXIII et la partie XXIII.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario et la section II du chapitre II du titre III de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec.

¹⁰⁴ Voir, p. ex., *Rural Funds Management Limited as Responsible Entity for the Rural Funds Trust and RF Active v Bonitas Research LLC* [2020] NSWSC 61, 12 février 2020. Il est à noter que la législation en valeurs mobilières de Singapour prévoit également un droit privé d'action en cas d'infraction à celle-ci. *Securities and Futures Act* de Singapour, Cap 289 (éd. rév. de 2006), article 199 et paragraphe 234(1A).

¹⁰⁵ La plupart des décisions judiciaires portant sur la vente à découvert activiste ont été rendues dans le cadre de poursuites en diffamation ou en libelle diffamatoire contre des vendeurs à découvert activistes.

¹⁰⁶ Par exemple, dans certains territoires canadiens, des dispositions législatives visant à contrer les « poursuites-bâillons » ont été adoptées, lesquelles prévoient une procédure préalable au procès permettant au défendeur de demander le rejet d'une poursuite en diffamation intentée pour des motifs d'ordre tactique (par exemple pour faire taire des critiques ou empêcher un débat ou une publication sur une question d'intérêt public). Récemment, la Cour d'appel de l'Ontario a quelque peu rassuré les analystes qui publient des rapports critiques au sujet d'émetteurs en rejetant une

C. Analyse et questions en vue de de la consultation

D'aucuns craignent que le nombre limité de procédures réglementaires engagées au Canada à l'égard du comportement de vendeurs à découvert activistes puisse contribuer à la perception que les sanctions existantes ne sont pas efficaces comme outils de répression ou de dissuasion des comportements problématiques¹⁰⁷. En matière de sanction, les autorités en valeurs mobilières disposent d'outils pour s'attaquer aux activités de vente à découvert activiste qui sont des cas de fraude, de manipulation du marché ou de diffusion de déclarations trompeuses dans le marché. Seulement, pour bon nombre d'infractions à la législation en valeurs mobilières pour déclarations trompeuses, il faut établir la preuve d'un comportement illégal *et* de l'importance de la déclaration *et* de son incidence sur le marché¹⁰⁸. Le recours aux médias sociaux pour diffuser de l'information a également introduit de nouvelles complexités, notamment pour ce qui est de comprendre et de démontrer l'effet sur le marché d'une déclaration en particulier.

Comme autre moyen de dissuasion, la législation canadienne actuelle ne prévoit pas de sanctions civiles pour information fausse ou trompeuse dans le cadre d'une campagne. Rares sont également les cas où des émetteurs ou des investisseurs intentent des poursuites civiles pour des allégations de comportement problématique. Cette réalité pourrait être attribuable aux difficultés inhérentes à de telles poursuites¹⁰⁹, notamment les défis que représentent les poursuites en diffamation ou en libelle diffamatoire. Elle pourrait également s'expliquer par le souhait de l'émetteur de simplement mettre fin à l'affaire plutôt que de la prolonger dans le cadre d'un litige. Dans la plupart des cas, les poursuites civiles ne semblent pas être considérées comme un moyen souhaitable d'obtenir réparation effective en temps opportun¹¹⁰. Le sujet de préoccupation est donc de savoir si le manque de voies de droit effectives encourage d'autant plus les comportements problématiques chez les vendeurs à découvert activistes. Une disposition législative visant à atténuer certaines complexités pratiques relatives aux demandes de réparation au civil pourrait constituer un moyen de dissuasion supplémentaire pour contrer les comportements problématiques, mais une telle disposition serait plutôt inédite et risquerait d'engager involontairement la responsabilité correspondante d'autres parties, notamment les analystes.

poursuite en diffamation intentée par un émetteur contre un analyste (*Fortress Real Developments Inc. v Rabidoux*, 2017 ONSC 167). Cependant, de telles requêtes étant essentiellement fondées sur les faits, les tribunaux ont également jugé irrecevable la demande de rejet d'une poursuite-bâillon présentée par un grand vendeur à découvert activiste, même s'ils ont reconnu que l'information concernant [TRADUCTION] « la direction de sociétés cotées en bourse est une question d'intérêt public ». Voir *Thompson v Cohodes*, 2017 ONSC 2590.

¹⁰⁷ Par exemple, voir *Re Carnes*, 2015 BCSECCOM 187; *Cohodes*, *supra* note 96. Il convient cependant de noter que ce problème n'est pas propre au Canada. En effet, très peu de mesures de sanction sont prises contre des vendeurs à découvert activistes dans d'autres territoires.

¹⁰⁸ Voir la note 97.

¹⁰⁹ Par exemple, voir *Harrington*, *supra* note 11.

¹¹⁰ Ainsi qu'on l'a noté : [TRADUCTION] « Lorsqu'un vendeur à découvert attaque sérieusement l'intégrité de membres de la haute direction ou du conseil d'administration d'une société, il est presque impossible de ne pas céder à la tentation de le poursuivre en diffamation. Certains estiment même devoir tenter une telle poursuite, par crainte que leur inaction soit interprétée comme une admission des allégations du vendeur à découvert. Des sociétés et des chefs de la direction canadiens ont, pour ce motif, entamé par le passé des poursuites à l'égard de rapports critiques. Mais le bien-fondé de cette démarche ne fait pas l'unanimité et l'efficacité des poursuites en diffamation est mise en doute. [...] Qui plus est, le vendeur à découvert risque de maintenir plus longtemps sa position sur les actions de la société après avoir été poursuivi en diffamation afin d'éviter le risque d'atteinte à sa réputation. » Bell, Derek and Ellins, Katelyn, « Get Shorty: Defamation and Regulatory Claims in Canada » (*DLA Piper Canada*), 26 juillet 2017.

Questions en vue de la consultation

12. À votre avis, les mécanismes de sanction existants dissuadent-ils adéquatement les vendeurs à découvert activistes d'adopter des comportements problématiques? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?
 - a. Les mesures dissuasives peuvent-elles être améliorées par une réglementation propre aux vendeurs à découvert activistes? Dans l'affirmative, comment?
13. L'introduction de dispositions réglementaires ou réparatrices différentes ou supplémentaires pourrait-elle être envisagée pour dissuader davantage les comportements problématiques? Dans l'affirmative, quelles sont ces dispositions?
14. Pouvez-vous donner des exemples précis de comportements de vendeurs à découvert activistes qui, à votre avis, sont problématiques, mais pourraient ne pas constituer des infractions à la législation en valeurs mobilières actuelle, comme la manipulation du marché ou encore les déclarations ou l'information fausses ou trompeuses? Selon vous, comment les autorités en valeurs mobilières pourraient-elles s'attaquer à ces comportements problématiques?
15. Est-il important qu'une déclaration ait des répercussions réelles sur le marché pour que soit entamée une mesure de sanction par les autorités en valeurs mobilières?
 - a. Devrait-on appliquer une autre norme? Ainsi, la norme de l'« investisseur raisonnable » vous paraît-elle préférable (par exemple un investisseur raisonnable considérerait-il cette déclaration comme importante au moment de prendre une décision d'investissement)? Dans l'affirmative, pourquoi? Quelles seraient les conséquences possibles d'un tel changement?

QUESTIONS EN VUE DE LA CONSULTATION

1. Quelle est votre perception des vendeurs à découvert activistes? Veuillez en décrire les fondements.
2. Pouvez-vous citer des exemples de comportements dans le cadre de Campagnes de vente à découvert activiste qui, à votre avis, sont problématiques?
3. Étant donné que les données disponibles portent principalement sur les grands vendeurs à découvert activistes, quel est votre avis sur les vendeurs à découvert activistes moins connus ou agissant sous un pseudonyme qui ciblent des émetteurs canadiens? Comment peut-on connaître leur identité? Y a-t-il des indices qu'ils lancent des campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché?
4. Quelles sources de données empiriques sur les Campagnes devrions-nous consulter?
5. En 2019, le nombre d'émetteurs canadiens ciblés par les grands vendeurs à découvert activistes a considérablement reculé par rapport à l'année précédente. Existe-t-il des conditions de marché ou d'autres circonstances qui, à votre avis, favoriseraient une recrudescence? Veuillez motiver votre réponse.

6. Y a-t-il des éléments probants particuliers qui indiqueraient que les marchés canadiens sont plus vulnérables à la vente à découvert activiste, y compris la vente à découvert potentiellement problématique (par exemple la taille et le type d'émetteurs, les secteurs d'activité représentés ou d'autres conditions de marché)?
 - a. Veuillez donner des exemples précis de ces vulnérabilités et expliquer en quoi elles diffèrent de la situation d'autres territoires.
7. Les émetteurs sont-ils restreints par des limites d'ordre pratique dans leur capacité à répondre aux allégations faites dans le cadre d'une Campagne? Dans l'affirmative, quelles sont ces limites et avez-vous des recommandations à faire sur les moyens de les atténuer?
8. Les émetteurs sont-ils réticents à s'adresser aux autorités de réglementation lorsqu'ils s'estiment injustement ciblés par un vendeur à découvert activiste? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?
9. Le cadre réglementaire actuel permet-il de gérer adéquatement les risques associés aux ventes à découvert activistes problématiques? Veuillez motiver votre réponse et donner des exemples précis de préoccupations et d'aspects à l'égard desquels, à votre avis, il ne serait pas adéquat.
10. Depuis 2012, année de la mise en œuvre des modifications des RUIIM concernant les ventes à découvert et les transactions échouées, y a-t-il eu des faits ou des renseignements nouveaux sur le marché pouvant justifier la révision du cadre réglementaire actuel régissant la vente à découvert? Dans l'affirmative, veuillez décrire ces faits ou ces renseignements et indiquer, en fournissant les éléments probants qui soutiennent votre point de vue :
 - a. si, à votre avis, il existe un lien entre les transactions échouées et les ventes à découvert activistes;
 - b. quelles modifications devraient être envisagées et pour quels motifs, plus particulièrement en ce qui a trait aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques;
 - c. s'il existe des exigences réglementaires pertinentes dans d'autres territoires qu'il serait souhaitable d'examiner, et pourquoi.
11. Le régime d'information actuel sur les ventes à découvert est-il adéquat? Veuillez motiver votre réponse en indiquant :
 - a. quelles obligations d'information permettraient de répondre aux risques liés aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques et la manière dont elles amélioreraient les mesures de dissuasion;
 - b. quel élément déclencherait d'éventuelles obligations d'information supplémentaire et à quel moment cette information devrait être fournie;
 - c. de quelle manière la déclaration d'information supplémentaire peut être utile sans nuire à la liquidité du marché;

- d. si vous prévoyez des enjeux liés à l'imposition d'une obligation de mise à jour après la déclaration volontaire de l'information sur une position vendeur.
12. À votre avis, les mécanismes de sanction existants dissuadent-ils adéquatement les vendeurs à découvert activistes d'adopter des comportements problématiques? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?
- a. Les mesures dissuasives peuvent-elles être améliorées par une réglementation propre aux vendeurs à découvert activistes? Dans l'affirmative, comment?
13. L'introduction de dispositions réglementaires ou réparatrices différentes ou supplémentaires pourrait-elle être envisagée pour dissuader davantage les comportements problématiques? Dans l'affirmative, quelles sont ces dispositions?
14. Pouvez-vous donner des exemples précis de comportements de vendeurs à découvert activistes qui, à votre avis, sont problématiques, mais pourraient ne pas constituer des infractions à la législation en valeurs mobilières actuelle, comme la manipulation du marché ou encore les déclarations ou l'information fausses ou trompeuses? Selon vous, comment les autorités de réglementation pourraient-elles s'attaquer à ces comportements problématiques?
15. Est-il important qu'une déclaration ait des répercussions réelles sur le marché pour que soit entamée une mesure de sanction par les autorités en valeurs mobilières?
- a. Devrait-on appliquer une autre norme? Ainsi, la norme de l'« investisseur raisonnable » vous paraît-elle préférable (par exemple un investisseur raisonnable considérerait-il cette déclaration comme importante au moment de prendre une décision d'investissement)? Dans l'affirmative, pourquoi? Quelles seraient les conséquences possibles d'un tel changement?

Commentaires et mémoires

Le comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions énoncées dans le présent document de consultation publique. Veuillez présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La consultation prend fin le **3 mars 2021**.

Déclaration relative au document de consultation

Certains membres des ACVM exigent la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Nous publierons toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca), sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.gov.on.ca) et sur celui de l'Alberta Securities Commission (www.albertasecurities.com). Nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe qu'ils précisent en quel nom leur mémoire est présenté.

Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 3 mars 2021. Veuillez les transmettre par courriel en format Microsoft Word.

Veuillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM suivants :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commissions
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des services financiers et des services aux consommateurs
 (Nouveau-Brunswick)
 Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

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
 Téléc. : 514 864-8381
 Courriel : 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
 Téléc. : 416 593-2318
 Courriel : comments@osc.gov.on.ca

Questions

Veillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

Autorité des marchés financiers

Serge Boisvert
 Analyste à la réglementation
 Direction de l'encadrement des bourses et
 des OAR
 514 395-0558, poste 4358
 1 877 525-0337, poste 4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
 Analyste en produits dérivés
 Direction de l'encadrement des bourses et
 des OAR
 514 395-0337, poste 4323
 1 877 525-0337, poste 4323
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Catherine Lefebvre
 Analyste experte aux OAR
 Direction de l'encadrement des bourses et
 des OAR
 514 395-0337, poste 4348
 1 877 525-0337, poste 4348
catherine.lefebvre@lautorite.qc.ca

British Columbia Securities Commission

Kathryn Anthistle
Senior Legal Counsel, Legal Services
Capital Markets Regulation Division
604 899-6536
kanthistle@bcsc.bc.ca

Eric Pau
Senior Legal Counsel, Legal Services
Corporate Finance
604 899-6764
epau@bcsc.bc.ca

Jennifer Whately
Senior Enforcement Counsel
Enforcement
604 899-6625
jwhately@bcsc.bc.ca

Alberta Securities Commission

Jesse Ahlan
Regulatory Analyst, Market Structure
403 297-2098
Jesse.Ahlan@asc.ca

Jan Bagh
Senior Legal Counsel
403 355-2804
Jan.Bagh@asc.ca

Jay Mitchell
Securities Analyst
403 355-4486
Jay.Mitchell@asc.ca

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Tyler Ritchie
Investigator
204 945-6922
tyler.ritchie@gov.mb.ca

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Timothy Baikie
Senior Legal Counsel, Market Regulation
416 593-8136
tbaikie@osc.gov.on.ca

Paloma Ellard
Manager, General Counsel's Office
416 595-8906
pellard@osc.gov.on.ca

Steven Oh
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
416 595-8778
soh@osc.gov.on.ca

Ruxandra Smith
Senior Accountant, Market Regulation
416 593-8322
rsmith@osc.gov.on.ca

Kevin Yang
Senior Research Analyst, Regulatory
Strategy and Research
416 204-8983
kyang@osc.gov.on.ca



Canadian Securities
Administrators

Autorités canadiennes
en valeurs mobilières

CSA Consultation Paper 25-403

Activist Short Selling

December 3, 2020

Introduction

The purpose of this consultation paper (the **Consultation Paper**) is to facilitate discussion of concerns relating to activist short selling and its potential impact on Canadian capital markets.

Since 2019, a committee (**we** or the **Committee**) comprised of staff from the Canadian Securities Administrators (**CSA**) has undertaken research and analysis on activist short selling. The CSA's consideration of this activity arose in the wake of an increased number of campaigns targeting Canadian issuers (**Campaigns**) and concerns raised about the potential impact of activist short selling on our markets.¹ We have also heard concerns from stakeholders about potential regulatory intervention inhibiting beneficial short selling activity and detracting from the price discovery process.²

To further inform our analysis of the issues, and to ensure that the CSA has all relevant information before determining whether regulatory intervention is required, the Committee is consulting with the public on issues identified through our research. While this Consultation Paper discusses our understanding of the concerns raised and summarizes the research we have undertaken, we are focussed on soliciting feedback, supported by evidence whenever possible, from stakeholders on specific questions, which are set out in this Consultation Paper.

This Consultation Paper is organized into four parts; Part I provides an introduction and background to the Committee's consideration of activist short selling with the three remaining Parts dedicated to the specific areas of consultation, namely:

- (II) The nature and extent of activist short selling activity in Canada;
- (III) The Canadian and international regulatory framework; and
- (IV) Issues related to enforcement and other potential remedial actions.

Each Part summarizes the Committee's research, our understanding of the issues and concerns raised and sets out questions for consultation.

I. BACKGROUND

We use the term "activist short selling" to refer to instances where an individual or entity takes a short position in a security and then makes a public statement, issues a report, or otherwise publicly

¹ See e.g., Barbara Shecter, "Activist short-sellers are increasingly targeting Canadian companies – is Canada ready?", *Financial Post* (6 October 2017) [Shecter]; Orestes Pasparakis, Walied Soliman & Joe Bricker, "It's time for legislators to crack down on abusive short-selling", *Globe and Mail Op-ed* (18 January 2019) [Pasparakis, Soliman & Bricker]; and Pete Evans, "Canada needs to toughen short selling rules to weed out abuse, market watchers say", *CBC News* (11 February 2019) [Evans]; Yves Allaire "Short-seller heists: Why do institutional investors support activist hedge funds only out for a quick profit?", *Financial Post Op-ed* (13 December 13 2019)

² See e.g., Larry MacDonald, "Regulations to rein in short-sellers must not undercut activists' positive effects", *The Globe and Mail* (30 January 2020)

shares information or analysis that is likely to have a negative effect on the price of the security. If the value of the security declines, the short seller realizes a profit.³ Activist short sellers are a subset of “directional” short sellers.⁴ The key difference between activist and other directional short sellers is that activists will publicly disclose concerns they have identified with an issuer. Material and accurate information about issuers, whether it is positive or negative, assists in ensuring market prices reflect the fundamental value of the issuer’s securities. However, the utility or harm of activist short selling to the market depends on the materiality and accuracy of the information relied upon and whether there is a manipulative intent to spread falsehood or to distort prices.

Activist short selling is not new. However, these types of campaigns have received considerably more attention in recent years. This may be due, in part, to the rise in the use of social media and its impact on markets.⁵ Indeed, through social media platforms, prominent activists with a large following can promote and disseminate their short theses about target companies to a broader audience and at a much faster pace.⁶

While traditional long shareholder activism is a well-accepted practice in our markets and viewed by most as an effort to improve shareholder value in public companies, activism by short sellers is often viewed differently. Activist short sellers state that they create real value for public markets by contributing to market efficiency and price discovery. Some take it even further describing their work as a “first line of defence against fraud and subsequent losses.”⁷ The approach of activist short sellers is not without controversy. If an activist short seller’s objective is met, it will mean they have convinced the market of their thesis and caused a decline in a target issuer’s share price, leading to a loss of value for its shareholders.⁸

A. Concerns Raised

In the last few years, certain Canadian market stakeholders, primarily in the issuer community, have raised concerns about activist short selling and its impact on our markets.⁹ These concerns appear to be based on perceptions that:

³ For further details on the mechanics of short selling, see Part I, Section B below. See also e.g., Wuyang Zhao, “Activist Short-Selling and Corporate Opacity” (January 28, 2020), available at SSRN [Zhao]; and Alexander Ljungqvist & Wenlan Qian, “How Constraining Are Limits to Arbitrage?” (March 5, 2016), Institute of Global Finance Working Paper No. 7, available at SSRN [Ljungqvist & Qian]. Some academics also refer to this type of activity as “negative activism”, see Joshua Mitts, “A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution” (October 28, 2019), Columbia Law and Economics Working Paper No. 615, available at SSRN.

⁴ Directional short sellers anticipate a decline in the market price of a security sold, in contrast to other short sellers who hedge a long position or take advantage of an arbitrage opportunity and who will not benefit from subsequent downward or upward price movements.

⁵ See Adam Kornblum “11 Tweets that Turned the Stock Market Upside Down” *Ogilvy Insights* (13 August 2018).

⁶ Michael P. Regan, “The Tiny Activist Fund That Reaped 24% Return by Unearthing ‘Cockroaches’”, *Bloomberg Markets* (20 May 2019).

⁷ Letter from Fahmi Quadir, Chief Investment Officer, Safkhet Capital Management LLC to Dr. Jean-Pierre Bussalbé, Head of Short Selling Section, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht dated March 15, 2019. [Safkhet Open Letter]

⁸ As noted by Partoy et al., “unlike positive activism, which often carries a powerful and positive normative presumption, negative activism faces an uphill normative battle, the presumption being that it destroys shareholder value.” Barbara A Bliss, Peter Molk & Frank Partnoy, “Negative Activism” (February 25, 2019) 97 *Washington University Law Review*, Forthcoming. University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 19-19 at 11. Available at SSRN. [Bliss, Molk & Partnoy]

⁹ As discussed in Part III.D, concerns about short selling and activist short selling have also seen a resurgence in other jurisdictions.

- There is an increasing number of activist short selling Campaigns in Canada¹⁰;
- The Canadian regulatory framework addressing short selling is less strict in comparison to other jurisdictions¹¹; and
- There is inadequate deterrence to problematic conduct given the limited number of enforcement proceedings involving problematic activist short selling as well as a lack of meaningful remedial actions for misconduct.¹²

In contrast, activist short sellers have said they target Canadian firms because Canada is “fertile ground for corporate malfeasance”¹³ and that their research and analysis serve an important function in the price discovery process by bringing to light new information.¹⁴ Shorts sellers and others have expressed concerns that regulatory intervention that restrict activist short selling could inhibit beneficial short selling activity.¹⁵

As the CSA considered these issues, additional information was necessary to properly analyze the concerns raised. For example, with the exception of activist short sellers that have become well-known in the media or have publicly issued full reports and analysis, there is very limited information and data about other less prominent activist short selling activity (e.g., an anonymous negative commentary or analysis about an issuer posted on social media platforms). Even among more prominent activists, there is little information on the impact such campaigns have on affected issuers and on markets more generally.

As regulators considering the overall impact of activist short selling on our markets, it is important to consult and understand the concerns that have been raised from all stakeholders and understand the evidentiary basis for these concerns.

B. Short Selling

Short selling, as a trading activity, is subject to a well-developed risk based regulatory regime and is overseen mainly by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (**IIROC**), as will be further discussed below in Part III. IIROC’s Universal Market Integrity Rules (**UMIR**) define a short sale as a sale of a security, other than a derivative instrument, which the seller does not own either directly or through an agent or trustee.¹⁶ It involves selling the borrowed securities at the current market price with the expectation of being able to cover the short position by purchasing later at a lower price to replace the borrowed securities.

¹⁰ See e.g., Shecter, *supra* note 1; Pasparakis, Soliman & Bricker, *supra* note 1; Evans *supra* note 1.

¹¹ See e.g., Justice Perell’s statement in *Harrington Global Opportunities Fund S.A.R.L. v Investment Industry Regulatory Organization of Canada*, 2018 ONSC 7739 at para. 11: “There is a perception that the regulation of shorting [sic] selling is permissive and lax in Canada compared to other capital markets.” [Harrington]

¹² Paul Davis et al, “An Analysis of the Short Selling Landscape in Canada: A New Path Forward is Needed to Improve Market Efficiency and Reduce Systemic Risk” (2019) *McMillan LLP*. [Davis et al.]

¹³ See e.g., Shecter, *supra* note 1.

¹⁴ See e.g., Ben Axler “Counterpoint: Short sellers like us create real value for public markets by telling Canadian investors the truth”, *Financial Post* (17 December 2019).

¹⁵ See Sakhnet Open Letter, *supra* note 7, criticizing the short sale ban on Wirecard: “Short selling, writ large, affords positive externalities on the broader market, and more specifically to the investors which regulators have a duty to protect...the data does not support the existence of any material level of short seller manipulation.”

¹⁶ Universal Market Integrity Rule (UMIR), Part 1 - *Definitions and Interpretation*, Rule 1.1.

Short selling is a legitimate trading practice which contributes to market liquidity and price efficiency.¹⁷ It also contributes to the price discovery process by providing an opportunity for negative views about the issuer to be reflected in the price of a security thereby limiting overvaluation and biased price increases.¹⁸ Short selling can also be an important part of an investor's hedging and investment risk management strategy.¹⁹ For example, the proceeds from a short sale may be applied to a long position in a different security. Even so, there is also risk inherent in short sales because unless the sale is otherwise "hedged", a short seller can lose a potentially unlimited amount if the price of the security rises unexpectedly.

A short seller can take a short position in a stock either directly (by borrowing shares to sell short)²⁰ or synthetically (via options or stock futures). There are, however, obstacles to short selling. For example, it can be difficult or expensive to borrow shares to sell short if the securities are thinly traded, in large demand by other short sellers, or not readily made available for loan.²¹ Further, many Canadian listed issuers trade infrequently²² and the available inventory of equities in the Canadian securities lending market, where short sale shares are typically borrowed, tends to be more heavily concentrated in securities of larger, widely held, heavily traded issuers.²³ Similarly, it can also be difficult to take a synthetic short position as the listed derivatives market for derivatives with an underlying equity is relatively small in Canada, representing only a small proportion of listed equity securities.²⁴

¹⁷ Carole Comerton-Forde, Charles M Jones & Talis J Putnins, "Shorting at Close Range: A Tale of Two Types" (March 18, 2015). *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming; AFA 2012 Chicago Meetings Paper; Columbia Business School Research Paper No. 12/22, available at SSRN.

¹⁸ Ekkehart Boehmer and Julie Wu, "Short Selling and the Price Discovery Process" (July 16, 2012). *Review of Financial Studies*, Forthcoming, available at SSRN.

¹⁹ See: Canadian Securities Administrators/Investment Industry Regulatory Organization of Canada, CSA/IIROC Joint Notice 23-312 *Request for Comment – Transparency of Short Selling and Failed Trades*, (2 March 2012). [Joint Notice 23-312].

²⁰ Short sales made without prior arrangements to borrow or reasonable expectation to borrow the security first are considered "naked short sales" and not permitted under securities legislation and UMIR except for short sales by market makers that provide liquidity in the stock (See *Rules Notice – Notice of Approval – Provisions Respecting Regulation of Short Sales and Failed Trades*, IIROC Notice 12-0078 (2 March 2012) [IIROC Notice 12-0078]). Naked short sales can lead to failed trades when the seller is not able to deliver the shares within the two-day settlement period. Discussed further in section III.B.

²¹ See Owen A. Lamont, "Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms" (July 24, 2009). Yale ICF Working Paper No. 04-20, available at SSRN [Lamont].

²² For example, in the years 2017-2019, between 50% to 57% of listed issuers in Canada's two largest marketplaces (based on number of issuers) had fewer than 2,500 trades per year or an average of less than 10 trades per day. Also, more than two-thirds of listed issuers had an annual traded volume of less than 25 million shares or an average daily traded volume of under 100,000 shares. (Based on aggregated annual trade counts and volume traded of TSX and TSXV issuers obtained from TMX listings data.)

²³ Short sellers represent only one of many borrowers in the securities lending market. Since securities lending is a scale business, the lenders are typically large buy-side firms (pension funds, insurance firms, mutual fund/ETF providers etc.) that offer for loan their holdings of securities of mostly large and frequently traded issuers. Additionally, IIROC's fully-paid securities lending (FPL) program will only include certain equity securities that meet at least one of three minimum requirements: volume-weighted average price (\$2.00), average trading volume (100,000 share) or average free float market capitalization (\$2 million) over a six-month period. For more information on securities lending, see Bank of Canada, Staff Discussion Paper 2019-5, *Canadian Securities Lending Market Ecology* (2019). For more information on IIROC's FPL program see IIROC Notice 19-0109 *Fully-paid Securities Lending* (June 17, 2019).

²⁴ For example, as of March 11, 2020, Canada's primary options exchange, the Montreal Exchange, listed fewer than 300 companies (under 10% of all TSX and TSXV issuers) on their equity options list and only 223 of those had available options contracts on the market.

C. Activist Short Selling

In most CSA jurisdictions, activist short sellers are not currently subject to specific regulatory requirements,²⁵ nor are they defined or easily identifiable. However, as with other market activity conducted by non-regulated or unregistered entities or individuals, short selling activism is subject to the existing prohibitions under securities law, for instance prohibitions against market manipulation, making misleading statements or fraud.²⁶

Activist short selling campaigns can be understood as occurring on a spectrum and their utility to the market ultimately depends on whether the information being disseminated is material and neither false nor misleading.²⁷ At one end of the spectrum, there are beneficial campaigns that can contribute to price discovery by producing research and analysis about issuers based on facts. At the other end of the spectrum, there are campaigns that may involve either intentionally producing false information about the issuer or making misleading or untrue statements for which there is no factual foundation. These are often referred to as “short and distort” campaigns.²⁸

The types of conduct that give rise to concerns in the context of activist short selling campaigns include:

- disseminating unbalanced information that does not provide a complete picture, does not include other material contrary information or is inconsistent with information disclosed in a broader report;
- disseminating exaggerated reports or commentary;
- making conclusions without an evidentiary basis; or
- making potentially misleading statements through links to other documents.

Exacerbating these concerns is the speed at which information spreads through social media and the constraints on the target of a campaign to respond or disprove allegations before the price of their stock is impacted. However, issues arising from the use of social media or similar online platforms to spread information to the market is not limited to activist short selling. The CSA has acknowledged that social media can present challenges when used for sharing information with the market.²⁹ While we acknowledge that the new market reality is that any individual (e.g., influencers, customers, clients, vendors) can easily share unverified information on social media

²⁵ For example, activist short sellers would not be required to obtain registration under securities law requirements unless they otherwise meet a registration requirement, such as fund manager. See also in British Columbia where recent amendments to the *Securities Act* introduced rule making authority over those engaged in “promotional activities.” “Promotional activities” is defined to include any activity / communication that encourages a person to buy, not buy, sell or hold a security or derivative. Note there is rulemaking authority to prescribe that certain activities are not promotional activities. See *Securities Act* (British Columbia), RSBC 1996, c 418, s. 1 and 183(12.2).

²⁶ See e.g., *Securities Act* (Ontario), RSO 1990, c S.5, ss 126.1 and 126.2; *Securities Act* (Québec), V-1.1, ss 199.1 and 196; *Securities Act* (Alberta), RSA 2000, c S-4, ss 93 and 221.1; *Securities Act* (British Columbia), RSBC 1996, c 418, ss 57 and 168.1; *Securities Act* (Manitoba), CCSM, c S50, ss 76 and 136(1); and *The Securities Act* (Saskatchewan), 1988-98 c S-42.2, ss 55.1, 55.11, 55.13(1).

²⁷ Bliss, Molk & Partnoy describes this as “informational negative activism” – behaviour that seeks to uncover and then communicate the truth about companies whose shares the activists believe are overvalued. It can be focussed on past disclosures by companies which the activist argues contain misrepresentations or omissions or on future expectations about a company’s prospects. See: Bliss, Molk & Partnoy, *supra* note 8 at 12.

²⁸ Although out-of-scope, we also recognize that within the context of social media, the converse is also true – the potential for investors or related parties to spread false or misleading positive information about the issuer in order to profit from a rise in the issuer’s share price (otherwise known as a “pump and dump”).

²⁹ See CSA Staff Notice 51-348 *Staff’s Review of Social Media Used by Reporting Issuers* and CSA Staff Notice 51-356 *Problematic Promotional Activities by Issuers*.

about an issuer that could potentially impact its stock price,³⁰ the integrity of the capital markets is undermined if those participating in our markets engage in activity that may mislead investors or otherwise artificially distorts an issuer's share price.

In order to be successful, an activist short seller must, at the very least, have some credibility and their thesis should raise sufficient doubt about an issuer that it convinces existing shareholders to sell their shares, and potentially other investors to short the stock or not buy it. Unlike long-only investors, activist short sellers generally incur direct costs to maintain their positions. Once a campaign is launched, activist short sellers are also exposed to the additional risk that the target's share price does not decline because of responses from issuers, opposing views from long traders, large institutional shareholders and analysts. If the share price rises significantly this can make the cost to close out the short position very expensive.³¹

As discussed in further detail in Part II, our research indicates that the prominent activist short sellers behind the Campaigns are relatively well-established (e.g., Close to 80% of the 48 activist short sellers identified have been active for over 5 years) and predominantly based in the U.S. (approximately 60%, compared to 13% that are Canadian-based).³² Anonymous or pseudonymous short sellers, or those with only a presence on SeekingAlpha.com (SA),³³ account for less than 20% of the 48 activist short sellers that have targeted Canadian issuers since 2010.³⁴

II. Research and Empirical Findings

The CSA's research consisted of an empirical analysis of activist short seller Campaigns and an academic literature review related to activist short selling.³⁵ The empirical analysis was limited to Campaigns identified by Activist Insight (**AI**), a third-party data provider focused on tracking activist investors on both the long and short side. AI's database only tracks campaigns by prominent activist short sellers, whether they are named or they are anonymous individuals or

³⁰ Social media's implications on financial markets extends beyond activist short selling and is therefore outside the scope of this consultation paper. For more information see Lin, Tom C. W., *The New Market Manipulation* (July 3, 2017), *Emory Law Journal*, Vol. 66, p. 1253, 2017; Temple University Legal Studies Research Paper No. 2017-20, available at SSRN.

³¹ See: Ljungqvist & Qian, *supra* note 3. In that paper, the authors conclude that the main barrier to launching public short campaigns is the cost to produce credible and new information that will convince long investors to sell, rather than a lack of capital or other short-sale constraints (such as cost of borrowing).

³² Academic studies have noted that a key component for the activist short seller's strategy is dependent on its own track record to convince current long shareholders to sell. See: *Ibid.* Statistics based on AI data of short campaigns targeting issuers with Canadian headquarters as of December 31, 2019.

³³ SA is a crowdsourced research platform and claims to be "the world's largest investing community" with approximately 17 million users per month; over 16,000 contributors; and a dedicated section to short selling for called "Short Ideas" for paid subscribers. The platform requires all contributors to disclose positions in stocks they write about and to obtain editor approval before posting information. SA states that pseudonym contributors are held to the same compliance and biographical standards and their real name and contact information are kept confidential. Additionally, contributors involved in a settlement or SEC action must reveal their real names. For more information see, [About Seeking Alpha](#).

³⁴ This may be a relevant factor to understanding the potential impact of activist short sellers on Canadian markets as a recent U.S. academic study found evidence that potential short and distort strategies are more likely to be associated with pseudonymous authors than with identifiable individuals. Activist short sellers identified in the study were authors who published a negative article about an issuer and declared that they held a short position on SA. See: Joshua Mitts, "Short and Distort" (February 13, 2020) *Columbia Law and Economics Working Paper No. 592*, available at SSRN.

³⁵ This analysis was based on listed issuers with a head office in Canada. Canadian listed issuers without a Canadian head office are not captured. In 2019, there was only one Campaign that targeted a Canadian listed issuer without a Canadian head office.

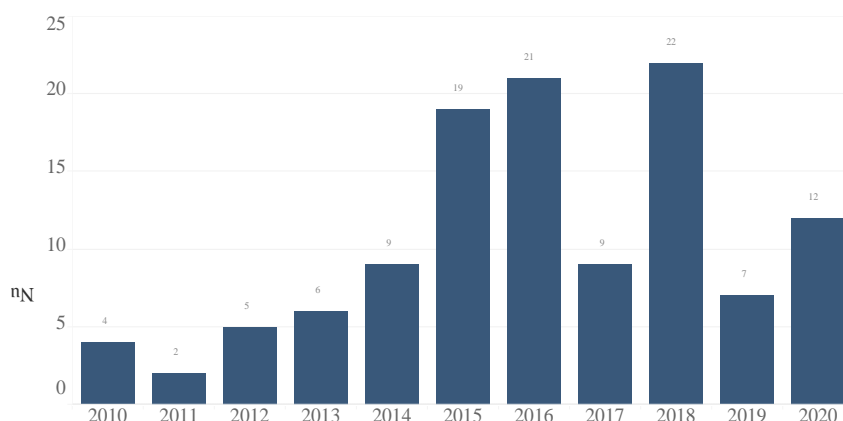
entities.³⁶ This data would cover campaigns that have the most market impact but may also potentially overlook campaigns by less prominent actors engaged in similar activities.

The current academic literature on activist short selling activity is sparse and is focused predominantly on U.S. markets where, as explained below, there is a sufficiently greater amount of activist short selling activity and data to conduct a more rigorous analysis.

A. Activist Short Selling Activity

Between 2010 and September 2020, a total of 73 Canadian issuers have been the target of 116 Campaigns and among them 16 Campaigns (including all 12 Campaigns from 2020)³⁷ are still active according to AI.³⁸ While there has been increased activity since 2015, annually there have been no more than 5 Canadian targets for every 1,000 Canadian listed issuers.³⁹ In comparison, U.S. issuers are more frequently targeted by activist short sellers - an average of 21 U.S. targets annually for every 1,000 U.S. listed issuers.⁴⁰

Figure 1 - Activist Short Seller Campaign Activity in Canada (2010 – Sept. 2020)



For the small number of Canadian targets identified, annual Campaign activity appears to be highly cyclical as evidenced in Figure 1. In general, short sellers gravitate towards the securities of issuers and sectors where there is a perceived overvaluation (See Figure 2).⁴¹ In peak Campaign years, this is evident as activist short sellers targeted Canadian issuers in specific, potentially overheated,

³⁶ AI considers prominent activist short sellers to be those with a history of disclosing strong thesis or reports, disclosing a position in the target company and having a considerable impact on the target's stock price.

³⁷ In 2020, there have been twelve Campaigns identified as of September 30, 2020.

³⁸ Based on AI data from January 1, 2010 to September 30, 2020. Canadian issuers are identified based on the location of their headquarters. Some issuers are targeted by multiple activist short sellers. AI identifies whether a campaign status is ended (as opposed to current) when "the short seller either no longer supports its position according to publicly available information or there has been one year of inactivity from the short seller. As announcements regarding this are rare most campaigns are ended due to inactivity".

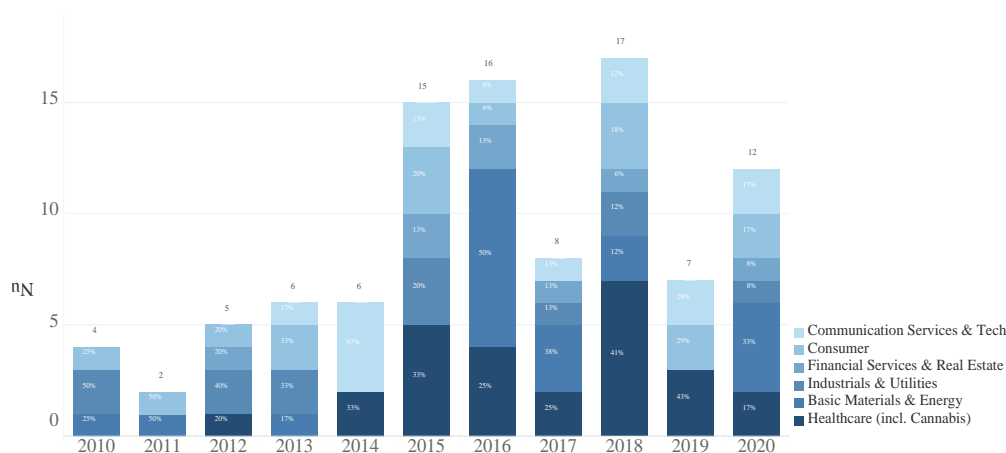
³⁹ OSC calculations based on AI data of annual campaign targets from 2010 to September 2020 and end-of year listed issuer counts from the World Federation of Exchanges from 2010 to June 2020. Includes all domestic NASDAQ and NYSE issuers for the U.S. Market and all domestic TSX and TSXV issuers for the Canadian market, excluding investment funds.

⁴⁰ See *Ibid.*

⁴¹ Ekkehart Boehmer, Charles M Jones & Xiaoyan Zhang, "Which Shorts are Informed?" (February 4, 2007). AFA 2007 Chicago Meetings Paper, available at SSRN.

sectors. For instance, in 2018 among a record 17 Canadian targets, approximately 35% (or 6 targets) were operating in the cannabis industry.⁴² However, Campaign activity was largely muted in 2017 with 8 Canadian targets and in 2019 with only 7 Canadian targets. In 2020, there have been 12 new campaigns targeting Canadian issuers as of September 2020, however 4 of those Canadian issuers were also the target of activist short sellers in prior years.

Figure 2 - Activist Short Seller Targets by Sector (2010 – Sept. 2020)⁴³



B. Canadian Campaign Characteristics

The following highlights select Campaign characteristics to provide a better understanding of the types of Canadian issuers targeted; the target size; the stock price impact; the pattern of allegations made by activist short sellers; and the proportion of targets that engaged in a strategic response or were impacted by certain negative outcomes during the Campaign as identified by AI.

i. Target Size

The Campaigns tended to be focused on relatively larger issuers (with a median market capitalization of \$867 million and average market capitalization of \$4.5 billion⁴⁴) compared to the broader Canadian market.⁴⁵ This is in some ways not surprising given AI's focus on prominent activist short sellers but it is also consistent with the findings of U.S. academic studies indicating that target firms are more likely to be larger sized issuers with listed securities that are more heavily traded in both the cash and options markets.⁴⁶

⁴² Cannabis issuers were categorized under the healthcare sector. The 2019 AI report on Activist Investing in Canada reported that the precedent set in 2018 was "largely due to exuberance in the emerging cannabis sector, which invited detractors." In 2016, increased activist short seller activity was concentrated among materials and mining issuers.

⁴³ The number of Campaigns and targets are not equivalent for any given year because there may be multiple Campaigns against the same target.

⁴⁴ Market capitalization calculated 1-day prior to the announcement of the first activist short seller campaign for 69 Canadian targets from 2010 to September 30, 2020 for which historical market data was available.

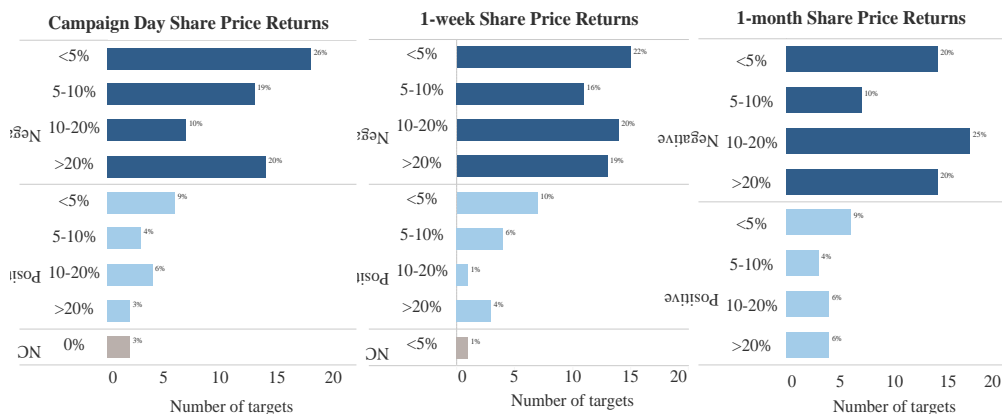
⁴⁵ In contrast, the year-end median market capitalization of all TSX issuers from 2014 to 2019 was between \$112 million and \$153 million. As of September 30, 2020, approximately 64% of TSX issuers had a market capitalization of \$300 million or less and 92% of TSXV issuers had a market capitalization of \$100 million or less.

⁴⁶ See: Ljungqvist & Qian, *supra* note 3; Ian Appel, Jordan Bulka & Vyacheslav Fos, "Public Short Selling by Activist Hedge Funds" (October 1, 2018); and Zhao, *supra* note 3.

ii. Price Impact

Most Campaigns analyzed (75% of targets) experienced a negative price impact on the day of the first-campaign announcement and up to one month after the first-campaign announcement.⁴⁷ However, the extent of the short-term price impact varied across targets and also over time (see Figure 3). Approximately 26% of targets experienced less than a 5% price decline on the day of the first-campaign announcement. The proportion of targets with negative share price returns of 10% or greater increased over time from day of first-campaign announcement (approximately 30% of targets) to 1-month after first-campaign announcement (approximately 45% of targets).⁴⁸

Figure 3 – Share Price Impact of Canadian Target's First Campaign (2010 – Sept. 2020)



iii. Campaign Allegations

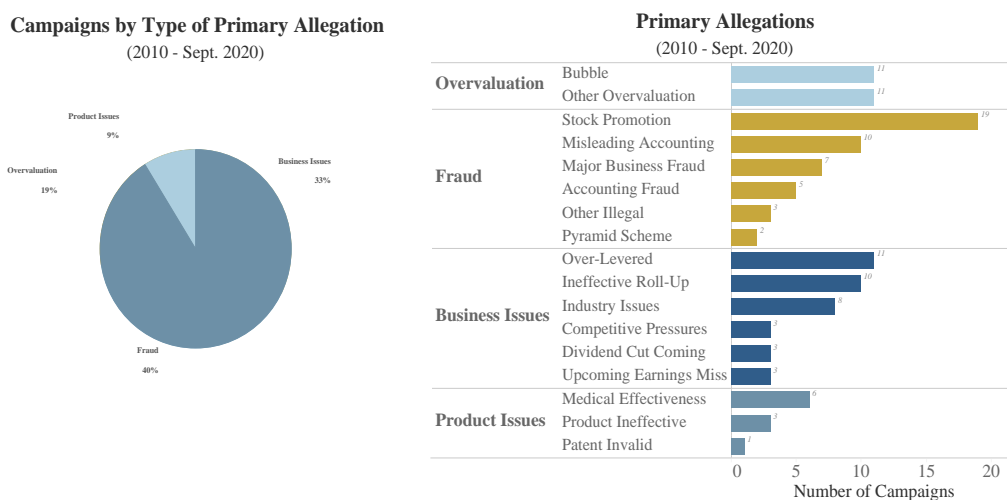
Across all 116 Canadian Campaigns, 40% involved allegations of some type of fraud at the issuer. The most common type of fraud allegation was that of there being a stock promotion scheme (or an alleged “pump and dump” scheme), where the company was being promoted by a connected third party (e.g., an outside firm) (see Figure 4).⁴⁹ In peak Campaign years (2015, 2016 and 2018) fraud-related allegations accounted for under one-third of the Campaigns. Allegations related to business or industry issues (e.g., drop in commodity prices) and more general market overvaluation concerns have been more common in recent years.

⁴⁷ Stock price returns were calculated by OSC from 1-day prior to the first Campaign announcement for 69 Canadian targets between 2010 and September 2020 for which historical market data was available. Stock price returns reflect more than just the disclosure of a short seller's Campaign, it also incorporates other positive or negative information about the target either specifically or more broadly (e.g., market or sector).

⁴⁸ *Ibid.*

⁴⁹ Based on AI's assessment of the Campaigns.

Figure 4 – Activist Short Sellers' Primary Allegations



iv. Target Responses and Outcomes

Across the 73 Canadian targets in the 116 Campaigns identified, approximately 73% of targets pursued certain responses during the Campaign (Figure 5). These responses included either changing or replacing the CEO or CFO, hiring a new auditor or independent investigator, halting the issuer's stock from trading, pursuing a lawsuit against the activist short seller or announcing a capital market transaction (e.g., divestiture, acquisition, private placement) during the Campaign.⁵⁰

Figure 5 – Campaign Target Responses and Outcomes (2010 – Sept. 2020)

Target HQ	Targets	Target pursued response (%)	Target had negative outcome (%)	Target either responded or had negative outcome
Canada	73	73%	29%	78%
US	783	60%	26%	67%
Other foreign issuers	344	65%	28%	69%

Separately, the AI data also identified certain outcomes which occur following a Campaign and would generally be viewed as negative by the market (e.g., a delisting, auditor resignation or class-action lawsuit). Among the Canadian targets, approximately 29% of them experienced at least one of these outcomes.⁵¹ Class action lawsuits against issuers were the most common among the three types of outcomes considered. In about 23% of the Canadian targets, class action proceedings were commenced following a Campaign (as compared to U.S. (23%) and other foreign (21%) targets).⁵²

⁵⁰ Issuer responses identified from AI data.

⁵¹ This is consistent with campaign outcomes for foreign issuers in foreign markets as well (see Figure 5).

⁵² Our review confirmed that almost all class proceedings commenced following a Campaign made the same or similar allegations as those made in the Campaign. We acknowledge that the commencement of a class proceeding, even with similar allegations, does not establish the veracity of the underlying allegations in a Campaign.

We cannot know with any certainty that the issuer's responses or the outcomes experienced were the direct result of the Campaign, however, academics have considered such responses (or similar ones) to be indicative that a campaign brought to light problems with the issuer.⁵³

C. Analysis and Consultation Questions

There appears to be a perception that activist short selling is on the rise in Canada⁵⁴ and that this form of activism plays a negative role in our markets. As previously noted, taking into consideration the size of our market and the number of public companies, it does not appear that Canada's experience with activist short selling is disproportionately high compared to the U.S. With that said, we recognize that comparisons of this nature, or simply comparing the absolute number of campaigns, does not provide the necessary context to understand the issues. Market factors unique to each jurisdiction must be considered.

The available empirical evidence indicates that recent increases in Campaigns may be indicative of a cyclical trend, i.e., activist short sellers targeting issuers in specific potentially overheated sectors. This suggests that our market will see increases in activism of this nature where there is a sense that an industry sector or issuer is overvalued, but does not necessarily address whether, in this context, there is misconduct by activist short sellers.

Activism by short selling is premised on effecting a loss of shareholder value for the target issuer, which makes it controversial. Most academic studies of U.S. markets support the notion that activist short sellers are more likely to improve the market's informational/price efficiency by identifying actual problems with an issuer's business and operations, than they are to engage in "short and distort" strategies. The analysis of post-Campaign outcomes and responses by issuers suggests the allegations have been a force for change although it is not obvious that such changes were intended to address the concerns raised by the Campaign.

Activist short sellers are also criticized for being driven by short-term trading profits rather than promoting long-run price accuracy. However, they can also serve as a countervailing check on the potential for excessive market optimism.

Lastly, we recognize that targeted issuers may be reluctant to complain to the securities regulator about what they view as problematic conduct in the context of a campaign as this may be seen as inviting a review of the allegations by the regulator. An issuer's response following a campaign may be seen as giving credibility or in some way substantiating the legitimacy of the issues raised, however, it also may be that issuers are choosing to respond for other strategic reasons.

⁵³ A U.S. study reviewed 124 campaigns in an effort to determine whether activist short sellers were engaged in short and distort campaigns based on a study of subsequent events. The study indicated that separate investigations by the Securities and Exchange Commission and the Department of Justice reached similar conclusions as the activist short sellers in 90% of those campaigns and eventually, 50% of the targets were delisted, 47% replaced auditors, and 23% restated earnings. See: Ljungqvist & Qian, *supra* note 3.

⁵⁴ For example, see: Schechter, *supra* note 1. We note that activism in general has increased (both long and short). See e.g., "Shareholder Activism: 2019 Trends and Major Developments", *Davies Corporate Governance Insights 2019* (3 October 2019); Eric Woerth and Benjamin Dirx, [Report to the National Assembly \(France\) on Shareholder Activism](#) (October 2, 2019) [Woerth Report].

Consultation Questions

1. What is your perception about activist short sellers? Please describe the basis of that perception.
2. Can you give examples of conduct in activist short selling Campaigns that you view as problematic?
3. Given the focus of the available data is on prominent activist short sellers, what is your view regarding less prominent activist short sellers or pseudonymous activist short sellers targeting Canadian issuers? How can they be identified? Is there any evidence that they are engaging in short and distort Campaigns?
4. What empirical data sources related to Campaigns should we consider?
5. In 2019, there was a large drop in the number of Canadian issuers targeted by prominent activist short sellers compared to the year before. Are there market conditions or other circumstances that in your view could lead to an increase? Please explain.
6. Is there any specific evidence that would suggest that Canadian markets are more vulnerable to activist short selling, including potentially problematic activist short selling (e.g., size and type of issuers, industries/sectors represented or other market conditions)? Please provide specific examples of these vulnerabilities, and how they differ from other jurisdictions.
7. Do issuers have practical limitations in terms of their ability to respond to allegations made in a Campaign? If so, what are these limitations, and do you have any recommendations on how to alleviate them?
8. Are issuers reluctant to approach securities regulators when they believe that they are being unfairly targeted by an activist short seller? If so, why? If not, why not?

III. Regulatory Framework

A. Canada – Monitoring, Reporting and Restrictions on Short Selling Activity

Activist short sellers are not subject to formal securities regulatory requirements (for example, Canadian securities legislation does not regulate the content of an activist short seller's statements). Short selling as a trading activity however is subject to a well-developed framework that is largely administered by IIROC involving a detailed reporting regime that provides timely information to IIROC enabling it to monitor and supervise any potentially inappropriate short selling practices. It includes:

- a requirement to mark all orders representing a short sale as either “short” or “short-marking exempt”;⁵⁵
- a requirement to disclose “Extended Failed Trades” to IIROC;⁵⁶
- a requirement that, if an Extended Failed Trade report is filed with IIROC, further short sales generally cannot be made by that Participant⁵⁷(acting as a principal or as an agent) or by an access person without prior arrangements to borrow the securities necessary for settlement (that is, IIROC may require pre-borrowing in certain circumstances);⁵⁸ and
- the ability for IIROC to designate a security as a “Short Sale Ineligible Security.”⁵⁹

Canadian securities legislation also requires a person who places an order for the sale of a security with a registered dealer to declare to the dealer at the time of placing the order if they do not own the security.⁶⁰ This statutory requirement is supported by UMIR which requires Participants to calculate and report to IIROC the aggregate short position of each individual account twice a month,⁶¹ which IIROC then publishes on its website.⁶² IIROC also aggregates trades marked “short sale” from all of the marketplaces it monitors, consolidates that information, and publishes

⁵⁵ See UMIR, *Part 3 - Short Selling, Prohibition on the Entry of Orders*, Rule 3.2 [Rule 3.2]. A short-marking exempt order includes an order for a security from an arbitrage account, an account of a market maker for that account, or other specified accounts that buy and sell securities and that has at the end of any trading day no more than a nominal long or short position in any security. UMIR, *Part 1 – Definitions and Interpretation*, Rule 1.1.

⁵⁶ A trade that did not settle and was not rectified within 10 trading days from the original settlement must be reported to IIROC. See: UMIR, *Part 7 Trading in a Marketplace - Extended Failed Trades*, Rule 7.10.

⁵⁷ Participants include dealers that are members of an exchange, users of a quotation and trade reporting system or subscribers to an alternative trading system.

⁵⁸ “Pre-Borrow Security” means a security that has been designated by a Market Regulator to be a security in respect of which an order, that on execution would be a short sale, may not be entered on a marketplace unless the Participant or Access Person has made arrangements to borrow the securities that would be necessary to settle the trade prior to the entry of the order. UMIR, *Part 1 – Definitions and Interpretation*, Rule 1.1. See also, UMIR, Policy 1.1, *Definitions of Pre-Borrow Security*, [1.1](#); UMIR, *Part 6 – Order Entry and Exposure – Entry of Orders on Marketplace*, [Rules 6.1\(4\) and 6.1\(6\)](#).

⁵⁹ “Short Sale Ineligible Security” is defined as a security or a class of securities that has been designated by a market regulatory to be a security in respect of which an order on execution would be a short sale may not be entered on a marketplace for a particular trading day or trading days. UMIR, *Part 1 – Definitions and Interpretation*, [Rule 1.1](#); See also, Rule 3.2, *supra* note 55 at (1)(b).

⁶⁰ Note for instance section 194 of the *Securities Act* (Québec), which provides that no person may sell a security short without previously notifying the dealer responsible for carrying out the transaction. See also, *Securities Act* (Ontario), section 48.

⁶¹ UMIR, *Part 10 – Compliance, Report of Short Positions*, [Rule 10.10](#).

⁶² The Consolidated Short Position Report (CSPR) shows the aggregate short positions on all listed securities as of the current reporting date and the net change in short positions from the previous reporting date, on a per security basis, pursuant to UMIR 10.10. The report is published twice monthly and based on the short position information submitted to IIROC by Participant Dealer Members and applicable Access Persons.

a semi-monthly report showing the total industry short sales for each security over the reporting period.⁶³ In contrast to other jurisdictions discussed below (EU, Australia), there are no reporting requirements or obligations to disclose information on the short position of an individual account to IROC or to the public. Even so, it is not uncommon for an activist short seller to voluntarily disclose that they are short a particular issuer when they commence a campaign.

B. Prohibition on Deceptive or Manipulative Activity

Securities legislation, *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* and UMIR prohibit activities that are manipulative and/or deceptive. In the context of short selling activity this would include the entering of an order for the sale of a security without, at the time of entering the order, having the reasonable expectation of settling any trade that would result from the execution of the order.⁶⁴ As such, “naked short selling”, as that term is sometimes understood, is not permitted under UMIR.⁶⁵

IROC monitors for potentially abusive trading activity. For example, in the context of short selling activity, IROC uses algorithms to monitor for unusual levels of short selling coupled with significant price movements and reviews alerts to determine the cause of the price movement and whether there is an indication of manipulative trading activities. These reviews may include a review of social media or chatrooms as well as Extended Failed Trades reports for indications of settlement issues. If appropriate, referral to the enforcement branch of the appropriate CSA jurisdiction for investigation may also occur.

As set out in Part I, securities legislation also contains provisions which address prohibitions on manipulative activity that apply to all market participants, including activist short sellers.

C. International Regulatory Frameworks

The most notable difference among the regulatory frameworks that apply to activist short selling in the European Union (EU) and Australia relates to the reporting and disclosure of position size and the identity of short sellers generally.⁶⁶

The European Securities and Markets Authority (ESMA) requires that net short positions (including direct and synthetic shorts) of “natural or legal persons” be made first to the regulator at 0.2% and that the position be publicly disclosed if the position reaches 0.5% of the issued share capital of the company concerned, and each 0.1% above that.⁶⁷ Anyone can therefore view the

⁶³ The Short Sale Trading Statistics Summary Report is based on data for trades marked “short sale” supplied by each marketplace that IROC monitors. The report is published twice monthly.

⁶⁴ See: *Policy Statement to Regulation 23-101 respecting Trading Rules*, s 3.1(3)(f); UMIR, *Part 2 – Abusive Trading, Manipulative and Deceptive Activities*, [Policy 2.2 at Part 2 \(g\)-\(h\)](#).

⁶⁵ As previously noted in IROC Notice 12-0078 - *Provisions Respecting Regulation of Short Sales and Failed Trades*, *supra* note 19, there is no universally accepted definition of “naked short selling”. The most common usage is in connection with a short sale when the seller has intentionally chosen not to make arrangements to borrow any securities that may be required to settle the resulting trade. Some commentators use a more restrictive interpretation that describes any short sale when the seller has not pre-borrowed the securities necessary for settlement.

⁶⁶ Note, in the US, only the short selling volume for individual securities is published daily and individual short sale transactional information is published on a one-month delay but does not contain short seller details.

⁶⁷ See *Regulation (EU) No 236/2012* of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps (2012). Note, in 2017 ESMA considered whether to further increase transparency of short positions by publishing aggregate short positions that are currently still confidential. See: European Securities and Markets Authority, Final Report, *Technical Advice on the Evaluation of Certain Elements of the Short Selling Regulation* (21 December

identity of holders of short positions that meet these position-level thresholds for an EU security.⁶⁸ This is more granular public transparency compared to aggregated data that is publicly available in Canada. Requiring disclosure of this nature was seen as an alternative policy tool to short selling bans, with the similar aim of introducing a constraint on short selling activity. Indeed, the relevant EU regulation was created primarily in response to the financial crises and the sovereign debt crisis, with the goal of promoting market stability.⁶⁹

In Australia, there are short selling reporting requirements for both transactions⁷⁰ and positions above a certain threshold.⁷¹ Based on this information, the total of short positions for financial products on a given reporting day will be published on the Australian Securities and Investments Commission's website, and the Australian Securities Exchange website will publish the transaction reports. These reports will not contain short seller details but will provide an indication of the proportion of trades in a particular security that are short sales and the aggregate level of short positions for each security.⁷²

D. Analysis and Consultation Questions

Concerns have been raised that Canadian issuers are vulnerable to abusive short selling based on the perception that the Canadian regulatory framework for short selling is "permissive and lax."⁷³ We note that while the regulatory framework in Canada differs in some ways from other jurisdictions, it is consistent with the four IOSCO principles for the effective regulation of short selling.⁷⁴

2017). On the issue of transparency, the technical advice made by ESMA to the European Commission was: "practical improvements of the current regime including building a centralised notification and publication system across Europe...[and] supports requiring the LEI for the identification of certain position holders." More specifically, for the area discussed in the paper, "ESMA also recommends that NCAs should be allowed to periodically publish anonymised aggregated net short positions by issuer on a voluntarily basis when they consider that the issues described above can be adequately addressed in their jurisdiction."

⁶⁸ In the context of activist short sellers, additional disclosure may be required by the market abuse regulations which provide that conflicts of interest be disclosed by any entity issuing recommendations where it holds a net short or long position of 0.5% or more of the capital of the company concerned by the recommendation. See *Market Abuse Regulation – Regulation 596/2014* of the European Parliament and of the Council.

⁶⁹ Corrado Malberti, Stephane Rousseau & Konstantinos Sergakis, "The Regulation of Short Selling: A Transatlantic Discussion on Policy Issues and Instruments" (October 6, 2018), *Corporate Finance and Capital Markets Law Review*, RTDF No. 4-2018. [Malberti, Rousseau & Sergakis]

⁷⁰ Short sale transaction reporting is the reporting of daily volumes of products that are short sold in the market.

⁷¹ A person may be required to report a short position, i.e., where the quantity of the product that a person has, when acting in a particular capacity, is less than the quantity of the product that the person has an obligation to deliver when acting in the same capacity. Short position reporting is exempt where the seller's short position is less than or equal to (a) \$100,000; and (b) 0.01% of the total quantity of securities or products in the relevant class of securities or products. The total of short positions for financial products on a given reporting day will be published on the ASIC website four days after the reporting day (T+4). These reports will not contain short seller details.

⁷² Australian Securities & Investments Commission, "Regulatory Guide 196: Short Selling" (October 2018), see Reg. 196.8.

⁷³ *Harrington*, *supra* note 11.

⁷⁴ See IOSCO report entitled "Regulation of Short Selling – Final Report" (June 2009), which articulates four high-level principles for the effective regulation of short selling and is designed to assist regulators in the management of risk through a regulatory regime for short selling. See also Joint Notice 23-312 *supra* note 19. Note the International Monetary Fund's Financial Sector Assessment Program Report "Canada : Financial Sector Assessment Program-IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation-Detailed Assessment of Implementation" which reviewed Canada's short selling regime as part of Principle 37 (Regulation should aim to ensure the proper management of large exposures, default risk and market disruption) and it was found to be "fully implemented" (March 7, 2014). See p. 18, 27 and 239-243.

Over the years, IIROC has reviewed the regulatory regime governing short sales to determine whether it continues to be appropriate. In 2012, a number of amendments to UMIR regarding short sales and failed trades were approved by the CSA and implemented.⁷⁵ These amendments included:

- repealing the “tick test”;⁷⁶
- imposition of pre-borrow requirements for short sales made in certain circumstances; and
- introduction of the “short-marking exempt” designation.⁷⁷

The amendments were part of an overall strategy on regulation of short sales and failed trades that included increasing transparency around information regarding short sale activity and failed trades, monitoring regulatory arbitrage opportunities related to short sales and enhancing monitoring of short sales and failed trades. It was also at this time that the pre-borrow requirements for short sales in certain circumstances were introduced as another mechanism to monitor and address potentially problematic short selling.

Also at the time of these amendments, the CSA and IIROC published a request for comment to solicit feedback on aspects of disclosure and transparency measures regarding short sales and failed trades.⁷⁸ After consideration of comments received and of the data on short sales and failed trades,⁷⁹ it was determined that no additional regulatory requirements were needed at that time.⁸⁰ It is important to note that failed trades occur in both long and short sales for a variety of reasons. Failed trades are not always evidence of abusive or naked short selling. There are many justifiable reasons why a trade fails, and failures may be more common for thinly traded or illiquid stocks.⁸¹ IIROC indicated that it would continue to monitor international developments in the regulation of short selling and failed trades related issues. It has recently commenced looking into required data sources to initiate its work on a new broader and more granular failed trade study.⁸²

Concerns around short selling regulation have seen a resurgence both in Canada and abroad.⁸³ Internationally, we have also seen that heightened concerns around short selling activities have led some foreign public and private actors to impose restrictions or bans on short selling and related

⁷⁵ IIROC Notice 12-0078 *supra* note 20.

⁷⁶ The tick test was a requirement under UMIR that a short sale not be made at a price which is less than the last sale price of the security.

⁷⁷ See footnote 55.

⁷⁸ Joint Notice 23-312, *supra* note 19.

⁷⁹ See IIROC *Study on the Impact of the Prohibition on the Short Sale of Inter-listed Financial Sector Issuers* (February 2009) [IIROC Study].

⁸⁰ CSA/IIROC Notice 23-315 *Summary of Comments on CSA IIROC Notice 23-312 [Request for Comments – Transparency of Short Selling and Failed Trades](#)*, (28 February 2013).

⁸¹ See Securities and Exchange Commission, 2016a. *Frequently Requested FOIA Document: Fails-to-Deliver Data* — Archive Data. See also Talis J Putnins, “Naked Short Sales and Fails to Deliver: An Overview of Clearing and Settlement Procedures for Stock Trades in the US” (October 27, 2009). *Journal of Securities Operations and Custody*, Forthcoming, available at SSRN.

⁸² Note ESMA has adopted new rules related to failed trades set to come into effect next year. Trades that fail to settle — usually within a window of two or three days — face a mandatory “buy-in” to close the deal and cash penalties on failed transactions. Commission Delegated Regulation (EU) 2018/1229 of 25 May 2018 supplementing Regulation (EU) No 909/2014 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on settlement discipline. See ESMA Final Report - *CSDR RTS on Settlement Discipline – postponed entry into force* (4 February 2020).

⁸³ E.g. Issues around transparency and disclosure of short selling information, lack of locate requirement and lack of a tick test in Canada. See: Davis et al, *supra* note 12.

activities.⁸⁴ For example, in December 2019, the world's largest pension fund, the Japanese Government Pension Investment Fund announced that it had suspended stock lending activities relating to its portfolio of non-Japanese equity securities 'until further notice.'⁸⁵ Earlier in 2019, ESMA backed Germany's two-month short sale ban on payment firm Wirecard following a report of financial irregularities by certain Wirecard critics.⁸⁶ Other jurisdictions have called for increased transparency and disclosure. In October 2019, the National Assembly in France released a report on activist investors recommending that France should increase disclosure requirements when activist investors and short sellers take large positions in French companies.⁸⁷

In Canada, there appears to be perception by some that the current regulatory environment is disproportionately conducive to problematic activist short selling. Some who have raised concerns have suggested increased transparency around short selling as a response to these concerns, similar to the approach that currently exists in the EU. In their view, this type of disclosure can equip issuers and investors with additional information upon which to trade, as well as act as a constraint on inappropriate short selling. However, some studies have noted that such disclosure obligations may have undesirable effects, such as compromising the strategies short sellers use, which would inevitably lead to decreased market liquidity or price discovery.⁸⁸ Increased transparency on the identity of a short seller may also expose them to litigation and regulatory action, potentially stifling legitimate short selling activity.⁸⁹ One study found that when required to disclose their positions short sellers simply remain below the public disclosure threshold (0.5%) deliberately to protect their private information.⁹⁰ The impact of additional disclosure around short selling must be considered in light of these issues to determine whether this tool meets the policy outcome desired without introducing undue constraints on legitimate short selling and activist short selling activity.

⁸⁴ Lawrence Delevingne, Simon Jessop, & Jonathan Spicer, "Return of short-selling bans: market protection of 'war against truth'?", *Reuters* (19 November 2019).

⁸⁵ GPIF claimed that the current framework lacks transparency over who is the "ultimate borrower" of a stock after a short seller sells the shares loaned to them and added that a third party could vote GPIF shares contrary to GPIF's policies or interests. GPIF has not ruled out returning to the stock lending space in the future but clarified that "improvements" to "enhance transparency" would need to be introduced first. See: Billy Nauman & Leo Lewis, "This is a decision between making cash immediately or being better stewards for our constituency", *The Financial Times* (12 December 2019). This decision was not without cost, as it has been estimated the GPIF earned approximately US\$115 million in fees annually through stock lending. See Tim Kelly, "World's largest pension fund halts stock lending to short sellers," *Reuters* (3 December 2019).

⁸⁶ Note that in 2020, following the short sale ban and a subsequent special audit by KPMG it was uncovered that approximately €1.9 billion on Wirecard's balance sheet could not be verified, and likely did not exist. This accounting scandal has not only resulted in the collapse of Wirecard, but also prompted ESMA to assess the supervisory response of Germany's financial regulator and oversight bodies in the events leading up to its collapse. On November 3, 2020, ESMA published the results of its Fast Track Peer Review. See: "[Fast Track Peer Review on the Application of the Guidelines on the Enforcement of Financial Information \(ESMA/2014/1293\) by BaFin and FREP in the Context of Wirecard.](#)"

⁸⁷ David Keohane and Harriet Agnew, "France seeks crackdown on short sellers and activist investors", *FT Online* (2 October 2019); Woerth Report, *supra* note 54.

⁸⁸ Malberti, Rousseau & Sergakis, *supra* note 69; Julien Mazzacurati "The public disclosure of net short positions" in *ESMA Report on Trends, Risks, Vulnerabilities*, No 1 (2018) at 60. See also at *ESMA Final Report - Technical Advice on the evaluation of certain elements of the Short Selling Regulation* (December 21, 2017) at p. 51. ESMA confirmed that "some investors avoid crossing the 0.5% threshold, as reflected in the lower frequency of short position increases and relatively longer duration of positions just below the threshold."

⁸⁹ Bliss, Molk & Partnoy, *supra* note 8 at 14, 17. "Owen Lamont provides evidence that firms take legal and regulatory action against shorts sellers, by alleging criminal conduct, suing them, hiring private investigators, asking public authorities to investigate them, and manipulating securities markets to impede short selling." See: Lamont, *supra* note 21.

⁹⁰ Rients Galema and Dirk Gerritsen, "The effect of the accidental disclosure of confidential short sales positions" (2018) Finance Research Letters, Forthcoming.

As discussed in Part I, short sellers already face significant risks and costs in taking such positions and these risks are amplified for activist short sellers. Some academics have suggested that policy makers should consider efforts to reduce the difficulties and costs associated with short selling given the potential for improvements in market efficiencies introduced by campaigns.⁹¹ Others have suggested alternative approaches to the EU model of disclosure that more directly addresses concerns raised around problematic conduct by activist short sellers as well as the implications of social media on promotional activities, whether short or long. For example, a group of U.S. academics recently petitioned the SEC to impose a “duty to update” a short position when there has been a voluntary disclosure of that short position.⁹² The rationale for such a requirement being that when a short seller voluntarily discloses a short position, failure to disclose the position closed is “doubly misleading” because their original disclosure of being short is no longer accurate and the short seller’s “negative opinion lacks the skin in the game element that gives market participants reason to believe the underlying claims are true.”⁹³ Another example is a proposal for a ten-day minimum holding period that would apply to any stock promoter or short seller who opens a large position and disseminates market-moving information, irrespective of the medium. The theory behind this proposal is that a holding period could provide the market with an opportunity to evaluate the quality and credibility of the information.⁹⁴

Consultation Questions

9. Is the existing regulatory framework adequate to address the risks associated with problematic activist short selling? Please explain why or why not and provide specific examples of concerns and areas where, in your view, the regulatory framework may not be adequate.
10. Have there been market developments or new information since 2012, when UMIR amendments regarding short selling and failed trades were implemented, that would warrant revisiting the existing regulatory framework for short selling? If so, please describe these new developments or information and indicate, providing evidence to support your views:
 - a. whether, in your view, there is a connection between failed trades and activist short selling;
 - b. what changes should be considered and why, and specifically with respect to potentially problematic activist short selling activities; and
 - c. whether there are relevant regulatory requirements in other jurisdictions that should be considered and why.
11. Is the existing disclosure regime for short selling activities adequate? Please explain why or why not, indicating:

⁹¹ Bliss, Molk & Partnoy, *supra* note 8 at 46-47.

⁹² See *Petition for Rule Making on Short and Distort*, Letter to Vanessa Countryman, Secretary of U.S. Securities and Exchange Commission (February 16, 2020); John Coffee Jr & Joshua Mitts, “Petition for Rule Making on Short and Distort”, *The CLS Blue Sky Blog* (February 18, 2020).

⁹³ *Ibid.* The authors have also asked the SEC to confirm that rapidly closing a position after publishing a report, without specifically disclosing an intent to do so can constitute fraud in violation of Rule 10b-5, and propose a safe harbour provision for closing at a price that is the equal to or lower the valuation stated or implied in the report.

⁹⁴ Mark Cohodes, “Pump-and-dump stock trading needs new rules for the digital age”, [FT Online](#), April 26, 2020.

- a. what disclosure requirements would address risks associated with potentially problematic activist short selling and how would such requirements improve deterrence;
- b. what should be the trigger and the timing of any additional disclosure;
- c. how can additional disclosure be meaningful without negatively impacting market liquidity; and
- d. do you foresee any issues with imposing a duty to update once there has been a voluntary disclosure of a short position?

IV. Enforcement and Remedies

A. Oversight of Activist Short Sellers

In most CSA jurisdictions, there is no mechanism under securities law that explicitly regulates the activities of activist short sellers or the form or content of their public statements.⁹⁵ However, there is potential for the conduct and statement of an activist short seller to fall offside of securities legislation if it involves making materially misleading or untrue statements to the market.⁹⁶ Securities legislation generally requires that a natural or legal person not make a statement that they know, or reasonably ought to know,

(a) in a material respect and at the time and in the light of the circumstances under which it is made, is misleading or untrue or does not state a fact that is required to be stated or that is necessary to make the statement not misleading; and

(b) would reasonably be expected to have a significant effect on the market price or value of a security, derivative or underlying interest of a derivative.⁹⁷

Recent B.C. *Securities Act* amendments introduced an additional prohibition for those engaged in promotional activities. Under this prohibition, a person engaged in a promotional activity must not make a statement or provide information that is false or misleading in circumstances where a reasonable investor/person would consider that statement or information important when making an investment decision. Unlike other securities law prohibitions against making a misrepresentation, this prohibition does not require that the statement or the information:

- be materially misleading or untrue;
- be reasonably expected to have a significant effect on the market price or value of a security.⁹⁸

⁹⁵ In British Columbia recent amendments to section 1(1) of the *Securities Act* introduced a new definition of “promotional activities.” “Promotional activities” is defined to include any activity / communication that encourages or could reasonably encourage a person to purchase, not purchase, trade or not trade a security or derivative. Note the definition of “promotional activities” provides the British Columbia Securities Commission with rulemaking authority to prescribe that certain activities are not promotional activities. Section 183 generally, section 183 (12.2) and section 184 (1)(b) provide rulemaking authority to make rules imposing disclosure requirements on a person engaging in promotional activities and to impose different requirements, restrictions or prohibitions on different classes of persons engaging in promotional activity. *BCSA Amendments supra* note 26.

⁹⁶ See e.g., *Re Cohodes*, 2018 ABASC 161 [*Cohodes*].

⁹⁷ See e.g., *Securities Act* (Ontario), RSO c S.5, s 126.2.

⁹⁸ *BCSA Amendments*, section 50(3), *supra* note 26.

Canadian securities legislation also contains fraud and market manipulation prohibitions⁹⁹ that could, in appropriate circumstances, be used to address misconduct by activist short sellers. In general, these provisions prohibit persons from directly or indirectly engaging in acts relating to securities, and in some cases derivatives,¹⁰⁰ that:

- the person knows (or reasonably ought to know), results in or contributes to a misleading appearance of trading activity or an artificial price for a security, or
- perpetrates a fraud on any lateral or legal person.¹⁰¹

In Québec, it is also an offence to influence or attempt to influence the market price or the value of securities by means of unfair, improper or fraudulent practices.¹⁰²

B. Remedies

In Canada, there is no mechanism under securities law for issuers or investors to seek damages against activist short sellers for statements made in the context of campaigns.¹⁰³ Some jurisdictions like Australia have provisions under their corporate or securities legislation which provide a private right of action for certain contraventions, including prohibitions on the making or dissemination of false or misleading information and statements by any person, which could capture activist short selling activity.¹⁰⁴

Apart from statutory remedies under securities law, there may be common law or civil code remedies available to issuers and/or investors who wish to commence legal proceedings for damages arising from allegations of problematic conduct by activist short sellers. There are, however, very few recent Canadian judicial decisions that deal with activist short selling.¹⁰⁵ This may be due to the practical and evidentiary challenges of civil litigation.¹⁰⁶

⁹⁹ See e.g., subsection 126.1(1) of the *Securities Act* (Ontario).

¹⁰⁰ See e.g., *Derivatives Act* (Québec), CQLR c. I-14.01, s. 151, *Securities Act* (Ontario), s. 126.1(1)

¹⁰¹ In some jurisdictions, including British Columbia, Alberta, Québec and Ontario, it is also an offence to attempt to engage in a fraud or market manipulation.

¹⁰² *Securities Act* (Québec), CQLR c V-1.1, s. 195.2 and *Derivatives Act* (Québec), CQLR c. I-14.01, s. 150. It is also an offence, for [e]very person who, not being registered as a dealer, adviser or representative, gives out information to investors which could influence their investment decisions and derives advantage therefrom separate from his ordinary remuneration. See *Securities Act* (Québec), section 200.

¹⁰³ Depending on circumstances, statutory civil liability for misrepresentations generally only attaches to statements made by issuers, their directors, certain officers and other “influential persons.” See e.g., Part XXIII and Part XXIII.1 of *Securities Act* (Ontario) and Division II of Chapter II of Title VIII of *Securities Act* (Québec).

¹⁰⁴ See e.g., *Rural Funds Management Limited as Responsible Entity for the Rural Funds Trust and RF Active v Bonitas Research LLC* [2020] NSWSC 61, 12 February 2020. Note also that Singapore securities legislation also provides a private right of action for contravention of its legislation. *Securities and Futures Act* (Sing), Cap 289 (2006 rev ed), ss 199, 234(1A).

¹⁰⁵ Most of the judicial decisions dealing with activist short selling are defamation or libel actions against activist short sellers.

¹⁰⁶ For example, some Canadian jurisdictions have passed what is known as ‘Anti-SLAPP’ legislation which provides a preliminary, pretrial procedure for a defendant to seek dismissal of a defamation suit when they are brought for tactical reasons (e.g., to silence critics or suppress debate or publication on matters of public interest). Recently, the Ontario Court of Appeal provided some assurances to analysts who write reports critical of issuers when it struck down a defamation suit brought by an issuer against an analyst (*Fortress Real Developments Inc. v Rabidoux*, 2017 ONSC 167). These applications are, however, highly fact-driven and courts have also ruled against a prominent short seller in his Anti-SLAPP application, notwithstanding the acknowledgement that information on “management of publicly traded corporations is a matter of public interest”. See: *Thompson v Cohodes*, 2017 ONSC 2590.

C. Analysis and Consultation Questions

There is a concern that limited regulatory proceedings in Canada arising from the conduct of activist short sellers may contribute to a perception that current enforcement tools are ineffective in addressing or deterring problematic conduct.¹⁰⁷ From an enforcement perspective, securities regulators have tools to address activist short seller behaviour that constitutes fraud, market manipulation or making a misleading statement to the market. However, for many of the misleading statement offences under Canadian securities legislation, evidence of a threshold of unlawful conduct *and* materiality *and* market impact related to a statement must be proven.¹⁰⁸ The use of social media to convey information has also introduced new complexities, including in terms of understanding and demonstrating market impact of a particular statement.

An additional means of deterrence, statutory civil liability for misrepresentations in the context of a campaign, does not currently exist in Canada. Initiating civil proceedings has also not been widely used by issuers or investors in relation to allegations of problematic conduct. This may be due to difficulties in the civil litigation process,¹⁰⁹ including challenges in pursuing defamation and/or libel claims. It could also reflect an issuer's desire to simply put an end to the issue rather than to prolong it through litigation. In most cases, it seems litigation is an undesirable route to seek meaningful and timely redress.¹¹⁰ The concern is therefore whether a lack of meaningful remedial options provides further incentives for activist short sellers to engage in problematic conduct. A statutory provision which addresses some of the practical complexities of seeking redress in the civil courts may provide an additional means of deterring problematic conduct, however, this would be somewhat novel and may have corresponding unintended liability for others, including analysts.

Consultation Questions

12. In your view, do the existing enforcement mechanisms adequately deter problematic activist short selling? If so, why? If not, why not?
 - a. Can deterrence be improved through specific regulation of activist short sellers? If so, how?
13. Are there additional or different regulatory or remedial provisions that could be considered to improve deterrence of problematic conduct? If so, what are these provisions?
14. Can you provide examples of specific activist short selling conduct that in your view is problematic but may not fall within the scope of existing securities offences such as market

¹⁰⁷ For example, see *Re Carnes*, 2015 BCSECCOM 187; *Cohodes*, *supra* note 96. However, it should also be noted that this issue is not unique to Canada. There are very few enforcement cases against activist short sellers in other jurisdictions as well.

¹⁰⁸ See footnote 97.

¹⁰⁹ For example, see *Harrington supra* note 11.

¹¹⁰ As noted, "When a short-seller seriously attacks the integrity of a company's senior executives or Board members, the temptation to sue for defamation is almost impossible to overcome. Some believe that they almost have to sue for defamation, for fear that their failure to do so will be viewed as an admission of the short-seller's claims. Canadian CEOs and companies have accordingly sued in the past over critical reports. But the business wisdom of pursuing such a claim is not universally supported, and the efficacy of such defamation claims is disputed. ... Moreover, there is a risk that the short-seller will maintain its position in the company for a longer period of time after being hit with a defamation claim, in order to avoid reputational risk" Bell, Derek and Ellins, Katelyn, "Get Shorty: Defamation and Regulatory Claims in Canada" (*DLA Piper Canada*), July 26, 2017.

manipulation and misrepresentation/misleading statements? In your view, how should this problematic conduct be addressed by securities regulators?

15. Is it important that a statement have actual market impact to trigger enforcement action by securities regulators?
 - a. Should another standard be used? For example, in your view is the “reasonable investor” standard a preferable approach (e.g., would a reasonable investor consider that statement important when making an investment decision)? If so, why? What are the potential implications of such a change?

CONSULTATION QUESTIONS

1. What is your perception about activist short sellers? Please describe the basis of that perception.
2. Can you give examples of conduct in activist short selling Campaigns that you view as problematic?
3. Given the focus of the available data is on prominent activist short sellers, what is your view regarding less prominent activist short sellers or pseudonymous activist short sellers targeting Canadian issuers? How can they be identified? Is there any evidence that they are engaging in short and distort campaigns?
4. What empirical data sources related to Campaigns should we consider?
5. In 2019, there was a large drop in the number of Canadian issuers targeted by prominent activist short sellers compared to the year before. Are there market conditions or other circumstances that in your view could lead to an increase? Please explain.
6. Is there any specific evidence that would suggest that Canadian markets are more vulnerable to activist short selling, including potentially problematic activist short selling (e.g., size and type of issuers, industries/sectors represented or other market conditions)?
 - a. Please provide specific examples of these vulnerabilities, and how they differ from other jurisdictions.
7. Do issuers have practical limitations in terms of their ability to respond to allegations made in a Campaign? If so, what are these limitations, and do you have any recommendations on how to alleviate them?
8. Are issuers reluctant to approach regulators when they believe that they are being unfairly targeted by an activist short seller? If so, why? If not, why not?
9. Is the existing regulatory framework adequate to address the risks associated with problematic activist short selling? Please explain why or why not and provide specific examples of concerns and areas where, in your view, the regulatory framework may not be adequate.
10. Have there been market developments or new information since 2012, when UMIR amendments regarding short selling and failed trades were implemented, that would warrant revisiting the existing regulatory framework for short selling? If so, please describe these new developments or information and indicate, providing evidence to support your views:

- a. whether, in your view, there is a connection between failed trades and activist short selling;
 - b. what changes should be considered and why, and specifically with respect to potentially problematic activist short selling activities; and
 - c. whether there are relevant regulatory requirements in other jurisdictions that should be considered and why.
11. Is the existing disclosure regime for short selling activities adequate? Please explain why or why not, indicating:
- a. what disclosure requirements would address risks associated with potentially problematic activist short selling and how would such requirements improve deterrence;
 - b. what should be the trigger and the timing of any additional disclosure;
 - c. how can additional disclosure be meaningful without negatively impacting market liquidity; and
 - d. do you foresee any issues with imposing a duty to update once there has been a voluntary disclosure of a short position?
12. In your view, do the existing enforcement mechanisms adequately deter problematic activist short selling? If so, why? If not, why not?
- a. Can deterrence be improved through specific regulation of activist short sellers? If so, how?
13. Are there additional or different regulatory or remedial provisions that could be considered to improve deterrence of problematic conduct? If so, what are these provisions?
14. Can you provide examples of specific activist short selling conduct that in your view is problematic but may not fall within the scope of existing securities offences such as market manipulation and misrepresentation/misleading statements? In your view, how should this problematic conduct be addressed by regulators?
15. Is it important that a statement have actual market impact to trigger enforcement action by securities regulators?
- a. Should another standard be used? For example, in your view is the “reasonable investor” standard a preferable approach (e.g., would a reasonable investor consider that statement important when making an investment decision)? If so, why? What are the potential implications of such a change?

Comments and submissions

The Committee invites participants to provide input on the issues outlined in this public consultation paper. You may provide written comments in hard copy or electronic form. The consultation period expires **March 3, 2021**.

Statement for consultation paper

Certain CSA regulators require publication of the written comments received during the comment period. We will publish all responses received on the websites of the Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca), the Ontario Securities Commission (www.osc.gov.on.ca), and the Alberta Securities Commission (www.albertasecurities.com). Therefore, you should not include personal information directly in comments to be published. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

Please submit your comments in writing on or before March 3, 2021. Please send your comments by email in Microsoft Word format.

Please address your submission to all members of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
The Manitoba Securities Commission
Ontario Securities Commission
Autorité des marchés financiers
Financial and Consumer Services Commission (New Brunswick)
Superintendent of Securities, Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
Superintendent of Securities, Newfoundland and Labrador
Superintendent of Securities, Yukon Territory
Superintendent of Securities, Northwest Territories
Superintendent of Securities, Nunavut

Please deliver your comments only to the addresses below. Your comments will be distributed to the other participating CSA members.

M^e Philippe Lebel
Corporate Secretary and Executive Director, Legal Affairs
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour Cominar
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Fax: (514) 864-8381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 22nd Floor
 Toronto, Ontario M5H 3S8
 Fax: (416) 593-2318
 E-mail: comments@osc.gov.on.ca

Questions

Please refer your questions to any of the following:

Autorité des marchés financiers

Serge Boisvert
 Analyste à la réglementation
 Direction de l'encadrement des bourses et
 des OAR
 514-395-0558, poste 4358
 1 877 525-0337, poste 4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
 Analyste en produits dérivés
 Direction de l'encadrement des bourses et
 des OAR
 514 395-0337, poste 4323
 1 877 525-0337, poste 4323
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Catherine Lefebvre
 Analyste experte aux OAR
 Direction de l'encadrement des bourses et
 des OAR
 514 395-0337, poste 4348
 1 877 525-0337, poste 4348
catherine.lefebvre@lautorite.qc.ca

British Columbia Securities Commission

Kathryn Anthistle
 Senior Legal Counsel, Legal Services
 Capital Markets Regulation Division
 604-899-6536
kanthistle@bcsc.bc.ca

Eric Pau
 Senior Legal Counsel, Legal Services
 Corporate Finance
 604-899-6764
epau@bcsc.bc.ca

Jennifer Whately
 Senior Enforcement Counsel
 Enforcement
 (604) 899-6625
jwhately@bcsc.bc.ca

Alberta Securities Commission

Jesse Ahlan
Regulatory Analyst, Market Structure
403.297.2098
Jesse.Ahlan@asc.ca

Jan Bagh
Senior Legal Counsel,
403.355.2804
Jan.Bagh@asc.ca

Jay Mitchell
Securities Analyst
403.355.4486
Jay.Mitchell@asc.ca

Manitoba Securities Commission

Tyler Ritchie
Investigator
204-945-6922
tyler.ritchie@gov.mb.ca

Ontario Securities Commission

Timothy Baikie
Senior Legal Counsel, Market Regulation
416-593-8136
tbaikie@osc.gov.on.ca

Paloma Ellard
Manager, General Counsel's Office
416-595-8906
pellard@osc.gov.on.ca

Steven Oh
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
416-595-8778
soh@osc.gov.on.ca

Ruxandra Smith
Senior Accountant, Market Regulation
416-593-8322
rsmith@osc.gov.on.ca

Kevin Yang
Senior Research Analyst, Regulatory Strategy
and Research
416-204-8983
kyang@osc.gov.on.ca

7.2.2. Publication

Aucune information.