

# 7.3

Réglementation des bourses, des  
chambres de compensation, des OAR et  
d'autres entités réglementées

---

---

## 7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION, DES OAR ET D'AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES

### 7.3.1 Consultation

#### **Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») – Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées**

L'Autorité des marchés financiers publie le projet de modifications, déposé par l'OCRCVM, portant sur les Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées. Les modifications proposées font partie d'une stratégie globale en vue de surveiller et de réglementer les ventes à découvert et les transactions échouées sur les marchés des titres de participation canadiens.

(Les textes sont reproduits ci-après).

#### **Commentaires**

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires doivent en transmettre une copie, au plus tard le 28 mars 2011, à :

Me Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire de l'Autorité  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22e étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Télécopieur : 514 864-6381

Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

#### **Information complémentaire**

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Serge Boisvert  
Analyste  
Direction de la supervision des OAR  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514 395-0337, poste 4358  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4358  
Télécopieur : 514 873-7455  
Courrier électronique : [serge.boisvert@lautorite.qc.ca](mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca)



## AVIS DE L'OCRCVM

### **Avis sur les règles Avis de consultation**

RUIM

*Destinataires à l'interne :*  
Affaires juridiques et conformité  
Opérations

*Personne-ressource :*

James E. Twiss  
Vice-président, Politique de la  
réglementation du marché  
N° de téléphone : 416.943.7277  
N° de télécopieur : 416.646.7265  
Courriel : jtwiss@iiroc.ca

11-0075  
25 février 2011

### **Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées**

#### **Récapitulatif**

Le présent Avis de l'OCRCVM donne avis que le 27 janvier 2011 le conseil d'administration (le « Conseil ») de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») a approuvé la publication, aux fins de recueillir des commentaires, de modifications proposées (les « modifications proposées ») aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées. En particulier, les modifications proposées :

- **abrogeraient les restrictions quant au cours selon lesquelles une vente à découvert peut être réalisée;**
- exigeraient, sous réserve de certaines exceptions, qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès ait pris des dispositions, avant la saisie de l'ordre sur un marché, afin d'emprunter les titres qui seraient nécessaires afin de régler toute vente à découvert avant la saisie de l'ordre sur un marché si l'une des conditions suivantes est respectée :



- o le titre a été désigné par l'OCRCVM en tant que « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »,
  - o le compte client ou non-client pour lequel l'ordre visant la vente à découvert est saisi a antérieurement exécuté une « transaction échouée sur une période prolongée » (une « transaction échouée » qui n'a pas été rectifiée dans les dix jours ouvrables suivant la date de règlement prévue à l'exécution de cette transaction),
  - o le *participant* a exécuté, en qualité de contrepartiste, une « transaction échouée sur une période prolongée » à l'égard de ce titre déterminé,
- exigeraient qu'un ordre de vente provenant d'une position à découvert continue à être désigné comme « vente à découvert » mais inaugurerait une dispense de l'obligation de désignation des ventes à découvert à l'égard des ordres provenant de certains types de comptes;
  - modifieraient le recours à la désignation d'un ordre « à découvert dispensé » afin de prévoir qu'il peut être utilisé en rapport avec des ordres visant **l'achat ou la vente** d'un titre par un compte d'arbitrage, un compte d'une personne à qui incombent des obligations du teneur de marché, relatives aux lots irréguliers et d'autres obligations de négociation sur un marché (les « obligations de négociation sur un marché »)<sup>1</sup> ou certains comptes institutionnels qui adoptent une stratégie « neutre sur le plan directionnel » dans le cadre de la négociation de titres;
  - apporterait un certain nombre de modifications d'ordre administratif et de forme.

En outre, le Conseil a autorisé le retrait de tout examen ultérieur d'une proposition antérieure visant à abroger les obligations se rapportant à la préparation et au dépôt de relevés bihebdomadaires des positions à découvert.

### **Processus d'élaboration des politiques**

L'OCRCVM a été reconnu comme organisme d'autoréglementation par les autorités en valeurs mobilières de chacune des provinces canadiennes (les « autorités de reconnaissance ») et, en tant que tel, il est

<sup>1</sup> L'OCRCVM a proposé de modifier les RUIIM en vue de définir l'expression « obligations de négociation sur un marché », ce qui comprendrait diverses obligations de tenue du marché, relatives aux lots irréguliers et d'autres obligations de négociation sur un marché. Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 10-0113 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions se rapportant aux obligations du teneur de marché et relatives aux lots irréguliers et aux autres obligations de négociation sur un marché (23 avril 2010).



autorisé à agir en qualité de fournisseur de services de réglementation aux fins de la Norme canadienne 21-101 (la « Norme sur le fonctionnement du marché ») et la Norme canadienne 23-101.

En qualité de fournisseur de services de réglementation, l'OCRCVM administre et applique des règles de négociation pour les marchés qui ont retenu ses services<sup>2</sup>. L'OCRCVM a adopté, et les autorités de reconnaissance ont approuvé, les RUIIM comme règles de négociation en matière d'intégrité qui s'appliquent à tout marché qui retient les services de l'OCRCVM à titre de fournisseur de services de réglementation.

Le Comité consultatif sur les règles du marché (« CCRM ») de l'OCRCVM a passé en revue les modifications proposées avant que le Conseil ne les examine. Le CCRM est un comité consultatif formé de représentants de chacun des marchés pour lesquels l'OCRCVM agit en qualité de fournisseur de services de réglementation, soit les *participants*, les investisseurs institutionnels et les adhérents ainsi que le milieu juridique et de la conformité.

Le libellé des modifications proposées figure en Annexe « A ». Les modifications proposées font partie d'une stratégie globale en vue de surveiller et de régler les ventes à découvert et les transactions échouées sur les marchés des titres de participation canadiens, ce qui, selon l'avis du Conseil, est dans l'intérêt public. Des commentaires sont sollicités sur tous les aspects des modifications proposées, y compris les solutions de rechange sur le plan de la politique aux modifications proposées que les auteurs de commentaires jugent préférables et (ou) davantage efficaces afin de parvenir aux objectifs recherchés. Les commentaires devraient être transmis par écrit d'ici le **26 mai 2011** à la personne suivante :

M<sup>e</sup> James E. Twiss,  
 Vice-président, Politique de réglementation du marché,  
 Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs  
 mobilières,  
 Bureau 900,  
 145, rue King Ouest,  
 Toronto (Ontario) M5H 1J8

Télécopieur : 416-646-7265

<sup>2</sup> Présentement, les services de l'OCRCVM ont été retenus pour agir en qualité de fournisseur de services de réglementation pour la Bourse de Toronto (la « TSX »), la Bourse de croissance TSX (la « BC-TSX ») et Canadian National Stock Exchange (« CNSX »), chacune en qualité de « bourse » aux fins de la Norme sur le fonctionnement du marché (une « bourse »); et pour Alpha Trading Systems (« Alpha »), Bloomberg Tradebook Canada Company, Chi-X Canada ATS Limited (« Chi-X »), Liquidnet Canada Inc. (« Liquidnet »), Omega ATS Limited (« Omega ») et TriAct Canada Marketplace LP (exploitant de « MATCH Now »), chacune en qualité de système de négociation parallèle (« SNP »). CNSX exploite présentement un « marché de rechange » connu sous la désignation « Pure Trading », lequel a le droit de négocier des titres qui sont inscrits à la cote d'autres bourses et négocie actuellement des titres cotés à la TSX et à la BC-TSX.



Courriel : jtwiss@iiroc.ca

Un exemplaire devrait également être fourni aux autorités de reconnaissance en le transmettant à la personne suivante :

Susan Greenglass  
 Directrice, Réglementation du marché  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 Bureau 1903, C.P. 55,  
 20, rue Queen Ouest  
 Toronto (Ontario) M5H 3S8

Télécopieur : (416) 595-8940

Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

***Les auteurs de commentaires devraient savoir qu'un exemplaire de leur lettre de commentaires sera disponible publiquement sur le site Internet de l'OCRCVM (à l'adresse [www.ocrcvm.ca](http://www.ocrcvm.ca) sous la rubrique « Politiques » et la sous-rubrique « Propositions des marchés/Commentaires ») dès sa réception. Un résumé des commentaires contenus dans chaque présentation sera également inclus dans un futur Avis de l'OCRCVM.***

Après avoir tenu compte des commentaires visant les modifications proposées reçus en réponse au présent Avis de consultation, ainsi que tous commentaires provenant des autorités de reconnaissance, le personnel de l'OCRCVM peut recommander que des révisions soient apportées aux modifications proposées. Si les révisions ne sont pas d'ordre important, le Conseil a autorisé le Président à les approuver pour le compte de l'OCRCVM et les modifications proposées, telles que révisées, seront assujetties à l'approbation des autorités de reconnaissance. Si les révisions sont importantes, les modifications proposées, telles que révisées, seront présentées au Conseil en vue d'une ratification et, si elles sont ratifiées, elles seront publiées de nouveau aux fins de recueillir des commentaires supplémentaires de la part du public.

### **Évolution des propositions pour le marché canadien**

L'OCRCVM a amorcé un processus d'évaluation des démarches supplémentaires qui pourraient être prises au Canada afin d'aborder les questions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées. Au nombre de ces démarches possibles, il y a des modifications supplémentaires qui pourraient être apportées aux RUIIM, des modifications des procédures et des systèmes de surveillance de l'OCRCVM et la collaboration dans la collecte et le partage de données avec la Commission des valeurs mobilières de



l'Ontario (« CVMO ») et Services de dépôt et de compensation CDS inc. (« CDS »).

### **Objectifs du projet de réponse**

En élaborant les propositions en vue de la réglementation supplémentaire des ventes à découvert, l'OCRCVM a cherché à s'assurer que toutes règles et orientations et tout régime de surveillance :

- sont étayés par des preuves empiriques concernant les ventes à découvert et les transactions échouées sur le marché canadien;
- font partie d'une surveillance globale des risques à l'intégrité du marché (p. ex., la restriction des ventes à découvert pourrait ne pas constituer la réponse indiquée pour toutes les chutes de prix « rapides »);
- sont neutres, en ce sens qu'ils traitent les mouvements « inhabituels » des cours à l'égard d'un titre, que ce soit à la hausse ou à la baisse, comme motif de l'augmentation du contrôle réglementaire;
- sont concentrés, en ce sens que le fardeau de la conformité est imposé à ceux qui ont omis de se conformer aux exigences;
- sont pratiques, en ce sens que les marchés et les courtiers peuvent se conformer aux exigences de manière rentable;
- sont proportionnels, en ce sens que les propositions ne suscitent pas une réaction réglementaire qui entraîne une détérioration de la qualité du marché pour tous les participants au marché;
- sont efficaces, en ce sens que les propositions n'entravent pas les utilisations à bon escient des ventes à découvert et de la liquidité que procure au marché une telle activité menée en bonne et due forme.

### **Éléments du projet de réponse**

*Abrogation des restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert*

Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (« SEC ») a adopté la règle dite Rule 201 qui sera mise en vigueur le 28 février 2011 et qui prévoit qu'il n'y a aucune restriction quant au cours ni « critère relatif à la variation du cours » pour les ventes à découvert sauf si un seuil de déclenchement a d'abord été déclenché par une chute de 10 % du cours à l'égard d'un titre déterminé, auquel cas une vente à découvert doit être saisie



moyennant un cours qui se situe à un échelon au-dessus du meilleur cours acheteur pour le reste de ce jour de bourse et le jour de bourse qui suit<sup>3</sup>. Dans le cadre des commentaires qui ont été formulés à la SEC lors de l'audience qui a approuvé la règle dite Rule 201, il était estimé que le seuil de déclenchement s'appliquerait à uniquement 1,7 % des titres pendant une période maximale qui est inférieure à deux jours de bourse. Compte tenu de la chute exigée du cours, le tout assorti d'une période relativement courte durant laquelle les restrictions quant au cours s'appliquaient relativement aux ventes à découvert après l'imposition, la majorité de l'activité sur le marché américain n'est pas assujettie à un critère relatif à la variation du cours.

Les études menées par l'OCRCVM étayaient la proposition que le critère relatif à la variation du cours n'a aucune incidence marquée sur l'établissement du cours et, en conséquence, l'OCRCVM est d'avis qu'il existe de meilleurs mécanismes afin de dépister et de réprimer les ventes à découvert abusives. Aux termes des modifications proposées, l'OCRCVM irait de l'avant avec la proposition existante visant à abroger le critère relatif à la variation du cours mais continuerait à collaborer avec les autres autorités de réglementation au Canada afin de bonifier les mesures destinées à cerner et à enrayer les occurrences de ventes à découvert « abusives ».

#### *Amélioration de la confiance des épargnants*

Même si la SEC a adopté la règle dite Rule 201 en principe afin d'améliorer la « confiance des épargnants » à l'égard de l'activité de ventes à découvert, son adoption servait peut-être également à renforcer la notion préconçue que les chutes rapides des cours sont généralement causées par des ventes à découvert abusives<sup>4</sup>. Il est intéressant de noter qu'en réaction au « krach-éclair » qui a causé des chutes considérables des cours sur les marchés américains à l'égard d'une vaste gamme de titres au cours d'une très courte durée le 6 mai 2010, la SEC a mis en œuvre des « seuils de déclenchement pour un titre unique » qui prévoyaient l'interruption des négociations si le cours d'un titre périclitait plus de 10 % au cours d'une période de cinq minutes. Même si les seuils de déclenchement pour un titre unique sont en vigueur aux États-Unis depuis le 11 juin 2010, l'activité de ventes à découvert n'a pas été cernée par

<sup>3</sup> Se reporter aux publications intitulées SEC Release 34-6159 - *Regulation SHO* (26 février 2010) et SEC Release 34-63247 - *Regulation SHO* (4 novembre 2010).

<sup>4</sup> Dans le cadre de son témoignage devant le Congrès concernant la perturbation grave des marchés qui a eu lieu le 6 mai 2010, le Président du conseil de la SEC n'a pas énuméré les « ventes à découvert » comme étant une des causes de la chute précipitée des cours des titres de participation entre 14 h et 15 h le 6 mai 2010. Il existe des rapports comme quoi les ventes à découvert ont en fait diminué au cours de cette période, conclusion qui serait compatible avec les études entreprises par l'OCRCVM.





les places financières comme facteur dans l'un des incidents au cours desquels un seuil de déclenchement pour titre unique a été déclenché.

L'adoption de la règle dite Rule 201 a peut-être eu l'incidence involontaire d'encourager les épargnants au détail à vendre à la première occasion suivant le déclenchement d'un seuil de déclenchement, et ce, afin d'éviter une pression supplémentaire à la baisse sur le cours, ce qui, à son tour, aurait, par inadvertance, exercé davantage de pression à la baisse sur le cours du titre. De l'avis de l'OCRCVM, la meilleure impulsion qui peut être donnée à la confiance des épargnants découle :

- de la sensibilisation des épargnants et, dans une moindre mesure, du secteur quant au rôle des ventes à découvert dans le cadre de l'activité de négociation ordinaire (y compris la publication des études empiriques existantes entreprises par l'OCRCVM et l'appui donné à des recherches universitaires à l'avenir, particulièrement à l'égard de l'incidence de l'abrogation du critère relatif à la variation des cours);
- de l'amélioration de la transparence des activités de ventes à découvert et de la survenance des transactions échouées dans le cadre de la négociation de chaque titre;
- de la transparence quant à la surveillance par l'OCRCVM et aux circonstances dans lesquelles l'OCRCVM aurait recours à une « intervention réglementaire »;
- du respect des principes généraux de la réglementation des ventes à découvert énoncés par l'Organisation internationale des commissions des valeurs (« OICV »), compte tenu des caractéristiques uniques et des pratiques du marché canadien.

#### *Transparence*

Dans le but d'améliorer la transparence de l'activité de ventes à découvert sur le marché canadien, les démarches suivantes seront prises :

- simultanément à la mise en œuvre des modifications proposées, l'OCRCVM s'attendrait à être en mesure de produire, et de diffuser publiquement, un relevé bihebdomadaire sur la proportion que représentent les « ventes à découvert » de l'activité de négociation globale à l'égard de chaque titre sur tous les marchés, ce qui devrait aider à obtenir une meilleure appréciation des niveaux « normaux » des ventes à découvert à l'égard de chaque titre;



- l'OCRCVM, de concert avec la CVMO et CDS, œuvre à la mise en place d'un système qui produirait des renseignements concernant les transactions échouées visant chaque titre coté en bourse;
- l'OCRCVM retire une proposition visant à abroger les obligations de préparation des relevés des positions à découvert et, en conséquence, le relevé consolidé des positions à découvert (« RCPD ») continuera à être produit deux fois par mois.

Même si la Règle 10.10 des RUIIM exige des *participants* et des *personnes ayant droit d'accès* qu'ils déposent des relevés des positions à découvert, le RCPD est produit à l'égard des titres inscrits à la cote de la TSX et de la BC-TSX par la TSX qui s'assure des renseignements disponibles au public<sup>5</sup> et offre le RCPD intégral dans le cadre d'un service d'abonnement. Un RCPD distinct est produit par CNSX à l'égard des titres inscrits à la cote de cette bourse.

En plus des modifications proposées et des autres initiatives de l'OCRCVM énoncées dans le présent Avis de l'OCRCVM, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») et l'OCRCVM proposent de publier un avis conjoint afin de solliciter des commentaires à savoir si des propositions supplémentaires en vue d'améliorer la déclaration de ventes à découvert et de transactions échouées sont requises (l'« Avis conjoint »).

#### *Limitation des possibilités d'arbitrage réglementaire*

Dans un certain nombre de cas limités, les titres qui sont intercotés entre une bourse au Canada et une bourse aux États-Unis peuvent être assujettis à la restriction quant aux ventes à découvert prévues dans la règle dite Rule 201 des États-Unis si le « seuil de déclenchement » a été déclenché. Lorsque la règle dite Rule 201 est mise en œuvre aux États-Unis, l'arbitrage réglementaire peut être évité même si le Canada n'adopte pas le même système de seuils de déclenchement et des règles de rechange concernant la variation du cours. En partie, ceci exige que le Canada soit en mesure de démontrer que son régime enrayer avec efficacité les ventes à découvert « abusives » au moyen d'autres mécanismes, y compris des alertes en temps réel en fonction de l'activité de négociation sur tous les marchés canadiens.

L'OCRCVM est présentement en voie d'élaboration d'une alerte pour son système de surveillance qui surveillera les niveaux inhabituels d'activité de ventes à découvert, assortis de mouvements importants des cours. Si des niveaux inhabituels de ventes à découvert sont

<sup>5</sup> La TSX fournit des renseignements sur les 20 positions à découvert les plus importantes et les 20 augmentations et diminutions les plus importantes des positions par rapport au relevé antérieur visant les titres inscrits à la cote de la TSX et les titres inscrits à la cote de la BC-TSX.



dépistés, lesquels perturbent le marché, l'OCRCVM possède également la faculté d'intervenir afin de modifier ou d'annuler les cours de toute transaction qui est « déraisonnable » ou, dans des circonstances particulièrement anormales, d'imposer une interruption de la négociation d'un titre déterminé sur tous les marchés. En outre, l'OCRCVM possède la faculté de désigner un titre comme « titre inadmissible à une vente à découvert » pendant une durée de temps.

#### *« Intervention réglementaire »*

Présentement, les politiques et les procédures de l'OCRCVM relativement à une intervention réglementaire en vue d'interrompre la négociation visant un titre donné ou afin de modifier ou d'annuler des transactions ne sont pas communiquées au public. Dans le cadre d'une initiative distincte, l'OCRCVM a publié, en vue de recueillir des commentaires du public, un projet d'orientation qui fournirait une plus grande transparence à l'égard des politiques et procédures existantes de l'OCRCVM se rapportant à la modification ou l'annulation de transactions « déraisonnables » et de transactions qui ne sont pas conformes aux exigences des RUIM<sup>6</sup>. En outre, l'OCRCVM a publié, en vue de recueillir les commentaires du public, un projet d'orientation concernant la mise en œuvre de « seuils de déclenchement pour un titre unique » qui interrompraient la négociation visant un titre donné pendant un court laps de temps si ce titre subissait un mouvement rapide, important et inexplicé de son cours<sup>7</sup>. L'OCRCVM estime que ces démarches dans le cadre de la surveillance de mouvements importants et inexplicés des cours pourraient être préférables dans le contexte canadien aux restrictions américaines quant aux ventes à découvert suivant le déclenchement d'un « seuil de déclenchement » aux termes de la règle dite Rule 201 pour les motifs énoncés ultérieurement dans le présent Avis sous le titre « Seuils de déclenchement relatifs aux ventes à découvert ».

#### *Surveillance accrue*

Dans le cadre de toute réponse, l'OCRCVM devrait améliorer sa surveillance des ventes à découvert et des transactions échouées. En particulier :

<sup>6</sup> Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 10-0331 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIM - *Projet d'orientation relatif à l'intervention réglementaire en vue de la modification ou de l'annulation de transactions* (15 décembre 2010).

<sup>7</sup> Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 10-0298 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIM - *Projet d'orientation relatif à la mise en œuvre de seuils de déclenchement pour un titre unique* (18 novembre 2010).



- L'OCRCVM met en œuvre un système axé sur Internet qui facilitera la déclaration, par les *participants*, de « transactions échouées sur une période prolongée », lesquelles se définissent comme des transactions que le client a omis de régler dans les 10 jours ouvrables suivant la date de règlement habituelle. Ce système de déclaration cernera les échecs « problématiques » et permettra à l'OCRCVM d'évaluer les motifs de l'échec et de surveiller les mesures prises afin de régler le problème.
- L'OCRCVM emploiera une nouvelle alerte quant aux négociations qui recherchera des chutes des cours d'un titre associées à des modifications du taux des ventes à découvert, en fonction d'une comparaison aux tendances historiques de ventes à découvert visant le titre déterminé. Ceci permettra également à l'OCRCVM d'établir si les ventes à découvert commencent à être concentrées au sein de courtiers ou de clients déterminés.
- CDS fournit quotidiennement des données à la CVMO sur les transactions échouées à l'égard de transactions qui se règlent dans le cadre de la fonctionnalité du règlement net continu (« RNC ») de CDS. L'accès à cette base de données permettrait à l'OCRCVM d'établir, à l'occasion, les écarts des transactions échouées par rapport aux tendances historiques à l'égard de titres et de *participants* déterminés.
- Dans le cadre des modifications proposées, l'OCRCVM propose que les ordres d'achat et de vente provenant de comptes d'arbitrage, de comptes de personnes à qui incombent des obligations de négociation sur un marché et de certains comptes institutionnels qui adoptent une stratégie « neutre sur le plan directionnel » à l'égard de la négociation des titres seraient assortis d'une désignation d'« ordre dispensé de la mention à découvert ». Le recours à cette désignation des ordres permettrait que les données sur les « ventes à découvert » traduisent mieux les activités des personnes qui peuvent avoir adopté une stratégie de négociation « directionnelle ».

#### *Exigences d'emprunt préalable*

La Règle 2.2 des RUIIM traite des activités qui sont réputées être « manipulatrices et trompeuses » et, en tant que telles, interdites. La saisie d'un ordre de vente d'un titre sans avoir, au moment de la saisie de l'ordre, l'attente raisonnable de régler une transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre constitue une violation de l'interdiction de se livrer à des activités manipulatrices ou trompeuses. En tant que telles, les « ventes à découvert non couvertes », au sens où l'on entend cette expression parfois, ne sont



pas autorisées aux termes des RUIIM<sup>8</sup>. La Règle 2.2 n'exige pas que le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* qui saisit la vente à découvert ait obtenu une « confirmation positive » avant la saisie de l'ordre qu'elle est en mesure d'emprunter ou par ailleurs d'obtenir les titres qui seraient nécessaires afin de régler la vente à découvert. Toutefois, une fois qu'un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* a connaissance de difficultés à l'égard de l'obtention des titres déterminés en vue de procéder au règlement de toute vente à découvert, le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* n'aurait plus d'« attentes raisonnables » d'être en mesure de régler une transaction en découlant et, par conséquent, ne serait plus en mesure de saisir des ordres supplémentaires visant des ventes à découvert. Dans le cadre de la négociation d'un titre déterminé, certains *participants* ou certaines *personnes ayant droit d'accès* qui n'ont pas la faculté d'emprunter ce titre pourraient se voir interdire de saisir des ventes à découvert tandis que d'autres *participants* ou *personnes ayant droit d'accès* ayant la faculté d'emprunter ce titre pourraient continuer à réaliser des ventes à découvert supplémentaires.

Même lorsque la personne qui saisit un ordre a une « attente raisonnable » d'être en mesure de régler toute transaction en découlant, il peut y avoir des circonstances dans lesquelles la personne devrait être tenue d'avoir pris des dispositions en vue « d'emprunter au préalable » les titres qui font l'objet de la vente à découvert. Ces types de circonstances peuvent comprendre les situations où :

- la personne qui réalise la vente à découvert a antérieurement exécuté des transactions qui n'ont pu être réglées à la date prévue en vue du règlement et dans un délai raisonnable après cette date;
- les taux des échecs de règlement à l'égard d'un titre déterminé ont augmenté au-dessus des niveaux historiques et l'augmentation est attribuable à l'activité de ventes à découvert.

---

<sup>8</sup> Il n'existe aucune définition universellement reconnue de « vente à découvert non couverte ». L'usage le plus courant se rapporte à une vente à découvert lorsque le vendeur n'a pas pris de dispositions en vue d'emprunter les titres qui pourraient être nécessaires afin de régler la transaction en découlant. Certains auteurs de commentaires utilisent une interprétation davantage restrictive qui fait état d'une vente à découvert lorsque le vendeur n'a pas emprunté au préalable les titres nécessaires en vue du règlement.



## Résumé des modifications proposées

### ***Restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert***

#### *Exigences actuelles*

La Règle 3.1 des RUIIM prévoit que, sous réserve de certaines exceptions, ni un *participant* ni une *personne ayant droit d'accès* ne peut réaliser une vente à découvert en deçà du « dernier cours vendeur ». L'OCRCVM a énoncé une interprétation administrative qui permettrait également à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès*, selon le cas, lorsqu'il établit le « dernier cours vendeur » d'un titre déterminé de se fier à des renseignements quant aux transactions provenant :

- d'un *affichage consolidé du marché* qui comprend des renseignements quant aux transactions reçues en temps opportun de la part de tous les marchés;
- d'une négociation régulière sur le « marché principal » pour la négociation de ce titre;
- d'une négociation régulière à la bourse à laquelle est coté le titre;
- du marché sur lequel l'ordre sera saisi, à la condition que cette transaction sur ce marché ait été exécutée après la dernière vente sur le marché principal ou la bourse à la cote duquel le titre est inscrit<sup>9</sup>.

#### *Abrogation proposée des restrictions quant au cours*

Les modifications proposées abrogeraient toutes les restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être réalisée. Les modifications proposées seraient harmonisées aux mesures prises par la SEC en vue d'abroger les restrictions quant au cours applicables aux ventes à découvert aux États-Unis avec prise d'effet le 7 juillet 2007.

Même si les restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être exécutée seraient abrogées aux termes des modifications proposées, l'obligation de désigner un ordre comme « à découvert » se poursuivrait.

<sup>9</sup> Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 - *Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1<sup>er</sup> septembre 2006) et Avis de l'OCRCVM 10-0095 - *Avis sur les règles - Note d'orientation - RUIIM - Établissement du « marché principal » pour 2010* (6 avril 2010).



### **Obligations d'emprunt préalable**

Aux termes des modifications proposées, un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* recevrait des directives déterminées quant au besoin, sous réserve de certaines exceptions, d'avoir pris des dispositions en vue d'emprunter des titres lorsqu'il saisit un ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert :

- d'un titre coté en bourse pour le compte d'un client ou d'un non-client<sup>10</sup> qui auparavant avait eu une transaction échouée sur une période prolongée visant un titre coté en bourse;
- d'un titre déterminé par le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* faisant fonction de contrepartiste si le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* avait antérieurement eu une transaction échouée sur une période prolongée à l'égard d'une transaction pour compte propre visant ce titre déterminé.

Une transaction échouée sur une période prolongée en est une à l'égard de laquelle l'avis de la transaction échouée devait être fourni à l'OCRCVM conformément à la Règle 7.10 des RUIIM étant donné que le motif de l'échec n'avait pas été rectifié dans les dix jours de bourse suivant la date de règlement envisagée au moment de l'exécution de la transaction échouée.

Si un relevé des transactions échouées sur une période prolongée a antérieurement été déposé à un moment donné par un *participant* auprès de l'OCRCVM à l'égard d'une transaction échouée sur une période prolongée dans le compte d'un client ou d'un non-client, ce client ou non-client ne serait pas en mesure de saisir un ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert sans avoir pris des dispositions en vue d'emprunter les titres nécessaires pour régler toute transaction en découlant, et ce, jusqu'à ce que :

- le *participant* par l'intermédiaire duquel l'ordre doit être saisi sur un marché soit convaincu, après enquête raisonnable, que le motif sous-tendant toute transaction échouée antérieure relevait uniquement d'une erreur administrative et non d'un acte intentionnel ou négligent de la part du client ou du non-client;
- l'OCRCVM ait consenti à la saisie de cet ordre ou de ces ordres.

Si un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* a antérieurement déposé à tout moment donné un relevé des transactions échouées sur une période prolongée à l'égard d'une transaction pour compte propre réalisée par ce *participant* ou cette *personne ayant droit d'accès* visant un titre déterminé, le *participant* ou la

<sup>10</sup> Un « non-client » est une personne qui est un associé, un administrateur, un dirigeant ou un employé d'un *participant* ou d'une entité liée d'un *participant* qui possède une approbation de la part d'une bourse ou d'une entité d'autoréglementation.



*personne ayant droit d'accès* ne serait pas en mesure de saisir un ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert sans avoir pris des dispositions en vue d'emprunter les titres nécessaires pour régler toute transaction en découlant, et ce, jusqu'à ce que l'OCRCVM ait consenti à la saisie de l'ordre propre qui constitue une vente à découvert de ce titre déterminé. En donnant le consentement, l'OCRCVM sera en mesure d'examiner avec le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* les circonstances entourant la transaction échouée sur une période prolongée antérieure et les motifs pour lesquels le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* estime que les ventes à découvert futures de ce titre déterminé ne sont pas susceptibles de produire un échec au moment du règlement.

La restriction applicable aux ventes futures par les clients et les non-clients est plus large que pour les *participants* ou les *personnes ayant droit d'accès* en ce sens qu'elle vise les ventes à découvert de tout titre et non seulement du titre qui a fait l'objet de la transaction échouée sur une période prolongée. Même si le *participant* est en fin de compte responsable du règlement de toute transaction échouée, le *participant* peut ne pas connaître entièrement le motif pour lequel la transaction antérieure a échoué ou les circonstances actuelles dans lesquelles se trouve le client ou le non-client déterminé. Cependant, les modifications proposées fournissent au *participant* la faculté de renoncer à l'obligation d'emprunt préalable si le *participant* est convaincu, après enquête raisonnable, que le motif sous-tendant toute transaction échouée antérieure par le client ou le non-client relevait uniquement d'une erreur administrative. Jusqu'à ce que le *participant* soit en mesure de réaliser une telle enquête (ou que l'OCRCVM donne par ailleurs son consentement), le client ou le non-client serait assujéti à l'obligation d'emprunt préalable à l'égard de toute vente à découvert envisagée.

Aux termes des modifications proposées, un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* qui saisit un ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert d'un titre que l'OCRCVM a désigné comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » serait, avant de saisir l'ordre sur un marché, tenu d'avoir pris des dispositions en vue d'emprunter les titres nécessaires pour le règlement de toute transaction.

En conséquence des modifications proposées, chaque *participant* et *personne ayant droit d'accès* serait tenu de garantir qu'il s'est doté de politiques et procédures convenables en vue de régler la saisie des ventes à découvert dans des circonstances où le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* a antérieurement





exécuté une « transaction échouée sur une période prolongée »<sup>11</sup> ou l'OCRCVM a désigné un titre comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable ».

**Changement d'utilisation de la désignation d'ordre « à découvert dispensé »**

Actuellement, la désignation d'un ordre « à découvert dispensé » sert à isoler un ordre en vue de la vente à découvert d'un titre qui n'est pas assujéti au critère relatif à la variation du cours. Si le critère relatif à la variation du cours est abrogé selon ce qui est envisagé dans les modifications proposées, le recours à la désignation d'ordre « à découvert dispensé » ne sera plus nécessaire à cette fin. Aux termes des modifications proposées, le champ existant au moment de la saisie de l'ordre serait utilisé afin d'indiquer qu'un ordre est dispensé de la désignation « à découvert » (c.-à-d. un ordre « dispensé de la mention à découvert »). Aux termes de cette proposition, les ordres provenant de certains comptes en vue de **l'achat ou la vente** d'un titre seraient désignés comme « dispensés de la mention à découvert » au moment de la saisie sur un marché. Plus précisément, les ordres seraient désignés comme « dispensés de la mention à découvert » si l'ordre provient d'un compte qui respecte l'un des critères suivants :

- il s'agit d'un compte d'arbitrage qui a pour pratique habituelle l'achat et la vente de titres sur différents marchés afin de tirer parti des écarts de cours;
- il s'agit du compte d'une personne à qui incombent des obligations de négociation sur un marché à l'égard d'un titre pour lequel cette personne a ces obligations;
- il s'agit du compte d'un client institutionnel<sup>12</sup> :

<sup>11</sup> Avis de l'OCRCVM 11-0080 - Avis sur les règles - Note d'orientation - RUIIM - Date de mise en œuvre de la déclaration de transactions échouées sur une période prolongée (25 février 2011). Un relevé des transactions échouées sur une période prolongée sera nécessaire à compter du 1<sup>er</sup> juin 2011 à l'égard de transactions qui sont réglées par l'entremise de la fonctionnalité RNC de CDS. Un relevé des transactions échouées qui sont réglées par l'intermédiaire de la fonctionnalité de règlement Trade-for-Trade de CDS entrera en vigueur à une date ultérieure lorsque l'OCRCVM aura finalisé l'élaboration et la mise à l'essai d'un système qui permettrait à l'OCRCVM de recevoir les renseignements directement de CDS.

<sup>12</sup> La Règle 1.1 des Règles des courtiers membres de l'OCRCVM prévoit cinq grandes catégories de personnes qui seraient considérées des « clients institutionnels », notamment :

- a) une contrepartie agréée au sens du Formulaire 1 - Rapport et questionnaire financiers réglementaires uniformes (« Formulaire 1 »);
- b) une institution agréée au sens du Formulaire 1;
- c) une entité réglementée au sens du Formulaire 1;
- d) une personne inscrite (autre qu'une personne physique inscrite) conformément aux lois sur les valeurs mobilières;



- o pour lequel la création des ordres et la saisie sont pleinement automatisées,
- o qui, dans le cours ordinaire, exécute à la fois les achats et les ventes d'un titre déterminé sur un ou plusieurs marchés chaque jour de bourse,
- o qui, dans le cours ordinaire, n'a pas, à la fin de chaque jour de bourse, plus qu'une position théorique, qu'il s'agisse d'une position acheteur ou vendeur, à l'égard du titre déterminé.

L'OCRCVM s'attend à ce que les comptes institutionnels qui seraient tenus de désigner les ordres comme « découverts » comprendraient les « négociateurs à fréquence élevée » dont la stratégie de négociation ne comporte pas de détention de positions visant des titres déterminés.

L'utilisation de la désignation « dispensé de la mention à découvert » déchargerait le compte de l'obligation de désigner l'ordre comme étant « à découvert ». Compte tenu du volume élevé et de la rapidité des ordres produits par des arbitragistes, des teneurs du marché et des négociateurs à fréquence élevée, conjugué au fait que ces types de comptes ont des ordres dans les deux sens du marché sur plusieurs marchés simultanément, l'établissement de la question à savoir si ces ordres proviennent d'une position « acheteur » ou « vendeur » au moment de la saisie d'ordres de vente supplémentaires pose problème. Le recours à la désignation « dispensé de la mention à découvert » de la manière proposée permettrait à l'OCRCVM de surveiller distinctement les activités de négociation de ces comptes qui achètent et vendent activement le même titre sans prendre de position directionnelle à l'égard de ce titre et qui ont un horizon défini d'un jour de bourse ou moins afin de procéder à la mise en équilibre efficace des achats et des ventes du titre déterminé. En outre, cette obligation révisée de désignation des ordres est destinée à permettre à l'OCRCVM de concentrer sa surveillance de l'activité de ventes à découvert sur les comptes qui ont adopté une position « directionnelle » à l'égard des titres déterminés. En

---

e) une personne autre qu'une personne physique qui assure l'administration ou la gestion de titres ayant une valeur totale supérieure à 10 millions de dollars.

Dans le cadre de ces exigences, l'OCRCVM publie annuellement une liste non exhaustive des entités qui constituent des « contreparties agréées » et des « institutions agréées ». Pour accéder à la liste la plus récente, se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 10-0229 - Avis sur les règles - Modification de forme - Avis sur la réglementation des membres - Base de données des institutions agréées et des contreparties agréées (25 août 2010). Voir également l'Avis de l'OCRCVM 10-0301 - Avis sur les règles - Modification de forme - Avis sur la réglementation des membres - Liste des pays signataires de l'Accord de Bâle (19 novembre 2010) qui faisait état des 20 pays qui étaient alors admissibles à titre de « pays signataires de l'Accord de Bâle » et l'Avis de l'OCRCVM 10-0302 - Avis sur les règles - Modification de forme - Avis sur la réglementation des membres - Liste des bourses et des associations reconnues (aux fins des entités réglementées) (19 novembre 2010) qui faisait état de 31 bourses et associations dont les membres seraient admissibles à titre d'« entités réglementées ».



outre, l'OCRCVM est en voie de mettre en œuvre une alerte au sein de son système de surveillance qui sera déclenchée lorsqu'il y a une augmentation du niveau des ventes à découvert d'un titre déterminé (en fonction des niveaux historiques de l'activité de ventes à découvert visant ce titre déterminé) combinée à une chute considérable du cours sur le marché du titre. La suppression du « bruit de fond » dans les données sur les ventes à découvert découlant de transactions réalisées par des personnes qui ne prennent pas de position « directionnelle » concernant le titre devrait permettre à l'alerte de fonctionner de manière plus efficace.

Simultanément à la publication du présent Avis sur les règles, l'OCRCVM a publié, en vue de recueillir les commentaires du public, un projet d'orientation sur l'utilisation des désignations d'ordres « à découvert » et « dispensés de la mention à découvert » et que l'OCRCVM a l'intention de publier au moment où les modifications proposées seront approuvées et mises en vigueur<sup>13</sup>. Dans le présent Avis sur les règles, l'OCRCVM sollicite également des commentaires à savoir si le fondement de la décision à savoir si un ordre est désigné « à découvert » devrait être modifié pour remplacer l'avoir global du « vendeur » (sur plusieurs comptes qui peuvent être en réalité détenus auprès de plusieurs *participants* ou courtiers) pour le remplacer par le niveau du compte qui est le niveau pour l'établissement de la déclaration aux fins des relevés des positions à découvert. Dans le cadre de l'abrogation proposée du critère relatif à la variation des cours, l'une des raisons principales pour l'utilisation de l'avoir global est supprimée puisqu'il n'y aura plus de restrictions quant au cours selon lequel la transaction peut être exécutée. Le changement du fondement pour l'établissement de la décision à savoir si un ordre est « à découvert » pour tenir compte uniquement de l'avoir au sein du compte qui saisit l'ordre de vente au moment de la saisie de l'ordre pourrait simplifier le processus d'établissement de la désignation qui s'impose tout en augmentant légèrement la proportion des transactions qui seront désignées « à découvert ».

Comme solution de rechange, l'OCRCVM a envisagé la création d'un nouvel identificateur de compte distinct qui serait exigé pour les trois types de comptes dont il est question ci-dessus. Cependant, l'OCRCVM était d'avis qu'il serait davantage efficace de réutiliser la désignation existante d'ordre « à découvert dispensé » puisque les marchés, les fournisseurs de services, les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès* seraient tenus de modifier leurs systèmes pour retrancher la fonctionnalité et prévoir la nouvelle

<sup>13</sup> Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0076 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - *Projet d'orientation sur les désignations d'ordres de « vente à découvert » et « dispensés de la mention à découvert »* (25 février 2011).



désignation d'ordre « à découvert dispensé ». L'OCRCVM sollicite des commentaires précis sur le bien-fondé relatif, d'une perspective de l'exploitation, pour les deux méthodes<sup>14</sup>.

### **Modifications consécutives**

*Définition d'un « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »*

Les modifications proposées exigeraient d'un *participant* ou d'une *personne ayant droit d'accès* qu'il ait pris des dispositions en vue d'emprunter les titres avant la saisie d'un ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert d'un titre que l'OCRCVM a désigné comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable ». Les modifications proposées rajoutent à la Règle 1.1 la définition d'un « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » et énoncent les facteurs que l'OCRCVM prendrait en compte afin d'effectuer une telle désignation, et ce, dans le cadre d'un rajout à la Politique 1.1. Afin d'établir s'il doit effectuer une telle désignation, l'OCRCVM serait tenu d'examiner si :

- en fonction des renseignements dont l'OCRCVM a connaissance, il y a eu une augmentation du nombre, de la valeur ou du volume des transactions échouées visant le titre déterminé de la part de plus d'un *participant* ou d'une *personne ayant droit d'accès*;
- le nombre ou la tendance des transactions échouées se rapporte à la vente à découvert;
- la désignation aide à préserver le bon fonctionnement d'un marché équitable.

*Exemple d'une « manœuvre, action ou pratique manipulatrice ou trompeuse »*

Compte tenu de l'abrogation des restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être réalisée, l'alinéa d) de l'article 1 de la Politique 2.2 qui interdit la pratique de faire l'achat d'un titre à un prix inférieur au dernier cours vendeur dans le but de réaliser une vente à découvert moyennant ce nouveau cours plus bas deviendrait caduc et, en tant que telles, les modifications proposées abrogeraient la disposition.

### **Résumé de l'incidence des modifications proposées**

<sup>14</sup> Voir la « Question 5 » à la page 44.



Le texte qui suit résume les incidences les plus importantes de l'adoption des modifications proposées :

- les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès* seraient déchargés de l'obligation d'assurer que les ventes à découvert se conforment au « critère relatif à la la variation du cours »;
- les marchés, qui ont choisi de faire appliquer par leur système le « critère relatif à la variation du cours » pour les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès*, seraient en mesure de retirer cette fonctionnalité de leurs systèmes de négociation;
- chaque *participant* et *personne ayant droit d'accès* serait tenu de s'assurer qu'il s'est doté de politiques et procédures qui réglementent convenablement la saisie des ventes à découvert dans des circonstances où le titre a été désigné comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » ou le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* a antérieurement exécuté une transaction échouée sur une période prolongée;
- les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès* seront tenus d'avoir pris des dispositions en vue d'emprunter des titres lorsqu'ils réalisent la vente à découvert :
  - d'un titre qui a été désigné comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »,
  - d'un titre coté en bourse pour le compte d'un client ou d'un non-client qui avait antérieurement eu une transaction échouée sur une période prolongée visant un titre coté en bourse,
  - d'un titre déterminé par le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* faisant fonction de contrepartiste si le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* a eu une transaction échouée sur une période prolongée à l'égard de ce titre déterminé;
- chaque *participant* serait tenu de s'assurer qu'il dispose de politiques et procédures convenables en vue de cerner correctement les ordres qui devraient être désignés soit comme « ventes à découvert » soit comme « dispensés de la mention à découvert »;
- chaque marché serait tenu de s'assurer que ses systèmes de négociation seraient en mesure de traiter correctement les ordres désignés comme « ventes à découvert » ou « dispensés de la mention à découvert ».



### **Incidences technologiques et plan de mise en œuvre**

Les incidences technologiques des modifications proposées sur les *participants*, les marchés ou les fournisseurs de services sont les suivantes :

- leurs systèmes seraient tenus d'être en mesure de distinguer entre un ordre désigné comme « vente à découvert » et « dispensé de la mention à découvert » (puisque, aux termes des modifications proposées, les désignations sont mutuellement exclusives);
- leurs systèmes seraient tenus d'être en mesure d'accepter la désignation d'ordre « dispensé de la mention à découvert » à l'égard à la fois des ordres d'achat et des ordres de vente;
- leur application, par le système, du critère relatif à la variation des cours devrait pouvoir être désactivée à l'égard d'ordres désignés comme « ventes à découvert ».

L'OCRCVM s'attendrait à ce que, si les modifications proposées sont approuvées par les autorités de reconnaissance, les modifications soient en vigueur cent quatre-vingts (180) jours suivant la date à laquelle l'OCRCVM publie l'avis d'approbation.

### **Les quatre principes de l'OICV sur la réglementation des ventes à découvert**

Au début de 2009, le Comité technique de l'OICV a publié un rapport intitulé *Regulation of Short Selling* qui renfermait des principes destinés à aider à élaborer une méthodologie internationale davantage uniforme pour la réglementation des ventes à découvert. Le rapport avait pour objectif d'aider à éliminer les écarts entre les différentes méthodologies préconisées par les autorités de réglementation à l'égard des ventes à découvert non couvertes tout en réduisant au minimum toute incidence défavorable sur les activités légitimes, par exemple les opérations de prêt de titres et de couverture, et qui, selon l'estimation de l'OICV, étaient essentielles à la formation de capital et à la réduction de la volatilité des marchés.

Le rapport recommande que la réglementation efficace des ventes à découvert soit fondée sur les quatre principes suivants et il fait état des mesures minimales que devraient prendre les autorités de réglementation afin d'appuyer chacun des quatre principes. Un certain nombre d'observations « de haut niveau » sur l'application de chaque principe dans le contexte canadien suivent l'analyse de chaque principe. Une analyse plus en profondeur des recommandations de



l'OICV et leur rapprochement aux dispositions des RUIIM et aux diverses procédures et propositions de l'OCRCVM sont énoncés à l'Annexe « C » :

**Principe n° 1 de l'OICV. [TRADUCTION] Les activités de ventes à découvert devraient être assujetties à des contrôles convenables en vue de réduire ou de réduire au minimum les risques éventuels qui pourraient toucher le fonctionnement ordonné et efficace ainsi que la stabilité des marchés financiers.**

*Afin de réduire ou de réduire au minimum les risques éventuels découlant des ventes à découvert, les autorités de réglementation devraient se doter d'une discipline efficace en vue du règlement des opérations de vente à découvert. L'exigence minimale devrait consister en l'imposition d'un règlement rigoureux (par exemple des rachats forcés) de transactions échouées.*

Commentaire de l'OCRCVM sur le contexte canadien : Aux termes des RUIIM, un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* se livre à des activités « manipulatrices et trompeuses » si, au moment de la saisie d'un ordre, il n'a pas l'attente raisonnable d'être en mesure de régler la transaction qui en découle. Ainsi, les « ventes à découvert non couvertes », au sens où l'on entend parfois cette expression, ne sont pas autorisées au Canada. Des études menées par l'OCRCVM ont démontré qu'au Canada une vente à découvert a une moins grande probabilité d'échec au niveau du règlement que les transactions généralement et que la principale raison pour l'échec des transactions relève simplement d'une « erreur administrative ». Des dispositions obligatoires de grande portée (par exemple les rachats forcés) n'existent pas au Canada<sup>15</sup>. L'OCRCVM est en voie de mettre en œuvre des relevés des transactions échouées « sur une période prolongée » (qui n'ont pas été réglées dans les 10 jours suivant la date de règlement prévue), lesquels permettront à l'OCRCVM d'effectuer le suivi direct à l'égard des transactions « problématiques »<sup>16</sup>. L'OCRCVM surveille les taux d'échec des transactions qui ont continué à

<sup>15</sup> Toutes les transactions visant des titres de participation exécutées sur un marché au Canada sont compensées et réglées par l'intermédiaire des installations de CDS. Les règles de CDS prévoient une procédure pour le « rachat forcé » de transactions échouées. La partie qui n'a pas reçu le titre acheté peut amorcer cette procédure et, si l'échec se poursuit, CDS, suivant les directives de la partie qui n'a pas reçu le titre, saisira des ordres sur un marché afin de dénouer la position, les frais supplémentaires étant à la charge de la partie en défaut.

<sup>16</sup> Se reporter à la rubrique « Mise en œuvre du relevé des « transactions échouées pendant une période prolongée » » aux pages 29 et 30.



s'améliorer à la fin de 2008 et au début de 2009 malgré les bouleversements du marché<sup>17</sup>.

**Principe n° 2 de l'OICV. [TRADUCTION] Les ventes à découvert devraient être assujetties à un régime de déclaration qui fournit des renseignements en temps opportun au marché ou aux autorités du marché.**

*Afin de parvenir à ce niveau amélioré de transparence concernant l'activité de ventes à découvert, les territoires devraient envisager une déclaration quelconque des renseignements sur les ventes à découvert au marché ou aux autorités du marché.*

Commentaire de l'OCRCVM sur le contexte canadien : L'OCRCVM reconnaît qu'il existe des problèmes associés à la déclaration actuelle des positions à découvert<sup>18</sup>. L'OCRCVM se propose de produire et de diffuser publiquement des résumés bihebdomadaires des ventes à découvert, en fonction des données sur la négociation regroupées à partir de tous les marchés dont l'OCRCVM assure la surveillance à l'égard des ordres désignés comme « ventes à découvert »<sup>19</sup>. Même si aucune source de données ne peut fournir un cliché « complet » de l'activité ou des positions de ventes à découvert, ces résumés de négociation bihebdomadaires fourniront des renseignements en temps opportun d'une manière rentable et compléteront les renseignements disponibles au moyen des relevés bihebdomadaires des positions à découvert<sup>20</sup>.

<sup>17</sup> Se reporter à la rubrique « Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées » aux pages 35 à 39.

<sup>18</sup> Pour une discussion des problèmes et des restrictions applicables aux relevés actuels des positions à découvert, se reporter à la rubrique « Retrait de la proposition visant à abroger l'obligation de déposer des relevés des positions à découvert » aux pages 34 et 34.

<sup>19</sup> L'OCRCVM s'attendrait à mettre en œuvre les relevés de négociation bihebdomadaires à l'égard de l'activité de ventes à découvert sur les marchés immédiatement après la mise en œuvre des modifications proposées se rapportant à la désignation des ordres « dispensés de la mention à découvert ».

<sup>20</sup> Se reporter à la rubrique « Retrait de la proposition visant à abroger l'obligation de déposer des relevés des positions à découvert » aux pages 34 et 34.





**Principe n° 3 de l'OICV. [TRADUCTION] Les ventes à découvert devraient être assujetties à un mécanisme efficace de conformité et d'application.**

Étant donné qu'un mécanisme efficace de conformité et d'application est essentiel en vue d'assurer un régime réglementaire efficace encadrant les ventes à découvert, les autorités de réglementation devraient :

- surveiller et inspecter régulièrement les échecs en matière de règlement;
- envisager si elles sont en mesure d'élargir le pouvoir d'exiger des renseignements des parties soupçonnées de violations, au-delà de la portée des personnes agréées ou inscrites si elles ne disposent pas de ce pouvoir;
- établir un mécanisme en vue d'analyser les renseignements obtenus de la déclaration des positions à découvert et (ou) du signalement des ventes à découvert en vue de cerner les abus éventuels du marché et le risque systémique;
- examiner si leurs ententes transfrontalières en matière de partage de renseignements suffisent à faciliter les enquêtes transfrontalières.

Commentaire de l'OCRCVM sur le contexte canadien : Le Canada s'est doté d'un régime de « signalement » qui exige que toutes les ventes à découvert soient désignées en tant que telles au moment de la saisie<sup>21</sup>. Présentement, l'OCRCVM est en mesure de surveiller l'activité de ventes à découvert en temps opportun. L'OCRCVM, dans le cadre du lancement d'un nouveau système de surveillance et de contrôle, procède à l'élaboration d'alertes qui seront produites par le système de surveillance lorsqu'il y a :

- une augmentation anormale de l'activité de ventes à découvert visant un titre déterminé, comparativement aux taux historiques pour ce titre;
- une chute considérable du cours de ce titre<sup>22</sup>.

Cette alerte permettra à l'OCRCVM de dépister une activité « de vente à découvert abusive » en temps opportun et de prendre les mesures correctives ou d'enquête qui s'imposent, y compris la désignation du titre comme étant inadmissible en vue d'une activité de vente à découvert ultérieure. Afin d'augmenter

<sup>21</sup> Les RUIM dispensent de la désignation des ordres les personnes à qui incombent des obligations du teneur de marché si l'ordre a été produit automatiquement par le système de négociation du marché.

<sup>22</sup> Un « prototype » de l'alerte est présentement fonctionnel et fait l'objet d'une surveillance afin d'évaluer si d'autres améliorations sont souhaitables en vue d'augmenter l'efficacité de l'alerte.



l'efficacité et le fonctionnement de cette alerte, l'OCRCVM propose également de mettre en œuvre une désignation d'ordre « dispensé de la mention à découvert » qui garantira que la désignation de « vente à découvert » ne serve qu'aux personnes qui prennent une position « directionnelle » à l'égard d'un titre au moment de la saisie de leur ordre.

Le relevé des « transactions échouées sur une période prolongée » permettra également à l'OCRCVM de surveiller la mesure dans laquelle les ventes à découvert sont présentes dans les transactions échouées visant des titres déterminés.

L'OCRCVM surveille les taux de transactions échouées en règle générale en fonction des renseignements fournis par CDS. L'OCRCVM collabore également avec la CVMO en recevant quotidiennement des relevés de CDS sur les transactions échouées par l'intermédiaire de la fonctionnalité RNC. L'accès à cette base de données permettra à l'OCRCVM d'établir, à l'occasion, les tendances d'échec caractérisant les *participants* et les titres.

Même si l'OCRCVM est partie à un certain nombre d'ententes en matière de partage de renseignements avec des organismes d'autoréglementation et de réglementation étrangers, les autorités en valeurs mobilières ont des pouvoirs à l'égard des enquêtes transfrontalières et à l'échelle nationale qui visent des personnes qui échappent à la compétence de l'OCRCVM.

**Principe n° 4 de l'OICV. [TRADUCTION] La réglementation des ventes à découvert devrait permettre des exceptions indiquées à l'égard de certains types de transactions, et ce, en vue de garantir le fonctionnement et l'évolution efficaces du marché.**

*Il est nécessaire qu'il existe une souplesse dans le cadre de la réglementation des ventes à découvert afin de permettre des transactions sur le marché qui sont souhaitables en vue d'assurer le fonctionnement et l'évolution efficaces du marché. Par conséquent, les autorités de réglementation devraient, à tout le moins, clairement définir les activités dispensées et la manière dont ces dispenses devraient être déclarées.*

Commentaire de l'OCRCVM sur le contexte canadien : Les RUIM autorisent présentement une série de dispenses des restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert, et ce, dans le cadre d'activités de tenue du marché et d'arbitrage et à l'égard de titres, par exemple les titres intercotés et les fonds négociés en bourse, qui sont assortis d'une possibilité relativement faible de ventes à découvert abusives en raison de



leur liquidité relativement élevée ou de leur relation avec les titres sous-jacents. Même si les modifications proposées abrogeraient les restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert, les modifications proposées feraient également exception, au moyen du recours à la désignation d'ordres « dispensés de la mention à découvert », pour les activités de négociation des arbitragistes, des teneurs du marché et de certains comptes institutionnels qui mettent en œuvre des stratégies « neutres sur le plan directionnel » dans le cadre de la négociation de titres. L'objectif principal de l'adoption de la désignation proposée d'ordres « dispensés de la mention à découvert » consiste à permettre à l'OCRCVM de se concentrer davantage directement sur l'activité de ventes à découvert « directionnelles ». Un sous-produit de l'adoption de cette nouvelle désignation d'ordres sera une augmentation de la faculté qu'a l'OCRCVM de surveiller les incidences, s'il en est, des stratégies de négociation « non-directionnelles », y compris la négociation à fréquence élevée<sup>23</sup>.

## **Mesures de réglementation des ventes à découvert dans d'autres territoires**

### ***Mesures prises par la Securities and Exchange Commission***

#### *Abrogation des restrictions quant au cours*

Au mois de juillet 2007, la SEC a abrogé toutes les restrictions quant au cours applicables aux ventes à découvert et a interdit aux organisations d'autoréglementation de prendre des règles qui limitaient le cours selon lequel une vente à découvert pouvait être réalisée. Cette mesure a été prise à la suite d'un « projet pilote » mené sur plusieurs années qui était parvenu à la conclusion que les restrictions quant au cours à l'égard de ventes à découvert n'avaient aucune incidence sur les cours sur le marché.

#### *Ordonnance d'urgence concernant les ventes à découvert*

Le 15 juillet 2008, la SEC a publié une « ordonnance d'urgence concernant les ventes à découvert » (l'« ordonnance d'urgence ») relativement à 19 titres cotés aux États-Unis.<sup>24</sup> Chacun des 19 titres visés par l'ordonnance d'urgence provenait du secteur des services financiers aux États-Unis et, au moment de la délivrance de l'ordonnance, les titres se négociaient généralement à un escompte de 70 % à 90 % par rapport au cours élevé du titre sur 52 semaines. Au

<sup>23</sup> Se reporter à la rubrique « Changement d'utilisation de la désignation d'ordre « à découvert dispensé » aux pages 12 à 15.

<sup>24</sup> SEC Release No. 58166 (15 juillet 2008).



moment de l'ordonnance d'urgence, seul un des 19 titres figurait sur la liste des « transactions échouées » tenue conformément au règlement dit Regulation SHO par la place financière sur laquelle les titres étaient cotés. Nonobstant ce fait, l'ordonnance d'urgence exigeait qu'un vendeur à découvert de titres ait conclu une entente en vue d'emprunter les titres nécessaires en vue du règlement avant l'exécution de la vente à découvert. La Division de la négociation et des marchés de la SEC a donné une orientation comme quoi « [TRADUCTION] une entente en vue d'assurer l'emprunt exige davantage que des motifs raisonnables de croire que les titres peuvent être empruntés. Une entente en vue d'assurer l'emprunt signifie une entente conclue de bonne foi en vue d'emprunter les titres de sorte que les titres empruntés soient mis de côté au moment de l'entente exclusivement pour la personne qui demande les titres ».<sup>25</sup>

La raison d'être déclarée de l'ordonnance d'urgence était énoncée dans le préambule de celle-ci qui déclarait ce qui suit :

[TRADUCTION] De fausses rumeurs peuvent mener à une perte de confiance sur nos marchés. Une telle perte de confiance peut entraîner des ventes animées par un esprit de panique, ce qui peut être exacerbé en outre par des ventes à découvert « non couvertes ». En conséquence, les cours des titres peuvent artificiellement et inutilement diminuer bien en deçà du niveau des cours qui aurait découlé du processus normal d'établissement des cours. Si des établissements financiers importants sont pris dans l'engrenage, cet enchaînement d'événements peut menacer de perturber nos marchés.

Les événements précédant la vente de The Bear Stearns Companies Inc. illustrent l'incidence sur le marché des rumeurs. Au cours de la semaine du 10 mars 2008, des rumeurs se sont répandues au sujet de problèmes de liquidités chez Bear Stearns, ce qui a miné la confiance des épargnants en la maison de courtage. Alors que le cours des titres de Bear Stearns périclitait, ses contreparties sont devenues inquiètes et une crise de confiance s'est déclarée vers la fin de la semaine. En particulier, les contreparties de Bear Stearns n'étaient pas disposées à mettre à la disposition de Bear Stearns un financement garanti selon des modalités habituelles. À la lumière des conséquences éventuellement systémiques d'un effondrement de Bear Stearns, la Federal Reserve a pris des mesures d'urgence.<sup>26</sup>

L'ordonnance d'urgence était censée venir à échéance le 29 juillet 2008 mais a été prolongée jusqu'au 12 août 2008.

<sup>25</sup> SEC Division of Trading and Markets - *Guidance Regarding the Commission's Emergency Order Concerning Short Selling* (18 juillet 2008).

<sup>26</sup> SEC Release No. 58166 (15 juillet 2008).



### Autres mesures prises par la SEC

Depuis le mois de septembre 2008, la SEC a mis en œuvre un certain nombre d'autres mesures temporaires ou permanentes qui portaient sur les ventes à découvert et les transactions échouées, y compris des mesures qui, entre autres :

- prorogeaient l'ordonnance d'urgence afin d'interdire temporairement toutes les ventes à découvert visant les titres négociés dans le public d'environ 800 sociétés financières (notamment des banques, des associations d'épargne, des courtiers, des conseillers en placement et des sociétés d'assurance) qui avaient été désignées par la SEC ou par un organisme d'autoréglementation;<sup>27</sup>
- imposaient des exigences de livraison « bonifiées » dans le cadre des ventes de l'ensemble des titres de participation, lesquelles obligeaient un participant d'un organisme de compensation inscrit à dénouer immédiatement toute position où il y avait eu défaut de remise et interdisaient toutes ventes à découvert supplémentaires par le participant jusqu'à ce qu'une position où il y avait eu défaut de livraison soit « dénouée » ou que des dispositions soient prises afin d'assurer un « emprunt préalable » (le « dénouement ferme T+3 »);<sup>28</sup>
- élargissaient la définition de ce qui constitue un « mécanisme ou une manœuvre manipulateur ou trompeur » (*manipulative or deceptive device or contrivance*), et ce, afin d'inclure les instances où une personne trompe un courtier, un participant d'un organisme de compensation inscrit ou un acheteur au sujet de son intention ou de sa faculté de remettre un titre à la date de règlement (lorsque cette personne fait subséquemment défaut de remettre le titre au plus tard à la date de règlement);<sup>29</sup>
- imposaient des obligations supplémentaires de « communication de renseignements » à des gestionnaires de fonds institutionnels, exigeant que ceux-ci, sous réserve de certaines exceptions déterminées, divulguent le nombre et la valeur de toutes les

<sup>27</sup> SEC Release No. 34-58592 (18 septembre 2008). Les ordonnances interdisaient les ventes à découvert des titres de sociétés financières au cours de la période s'échelonnant entre le 18 septembre 2008 et le 8 octobre 2008.

<sup>28</sup> SEC Release No. 34-58572 (17 septembre 2008). Avec prise d'effet le 17 octobre 2008, la SEC a adopté l'« obligation de dénouement ferme T+3 » (selon la même teneur essentielle) à titre de règle intermédiaire définitive temporaire (se reporter à la publication SEC Release 34--58773).

<sup>29</sup> *Ibid.* Avec prise d'effet le 17 octobre 2008, la SEC a adopté une règle antifraude, soit la règle dite Rule 10b-21, prise aux termes de la loi intitulée *Securities Exchange Act of 1934*, laquelle vise les vendeurs de titres à découvert (y compris les courtiers agissant comme contrepartistes) et qui trompent des personnes déterminées au sujet de leur intention ou faculté de remettre des titres en temps opportun en vue du règlement et qui font défaut de remettre les titres au plus tard à la date de règlement.



ventes à découvert exécutées visant certains titres, et ce, de façon hebdomadaire.<sup>30</sup>

#### Seuils de déclenchement relatifs aux ventes à découvert

Le 8 avril 2009, la SEC a voté à l'unanimité afin de solliciter les commentaires du public à savoir si les restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert ou des restrictions de type seuils de déclenchement devraient être imposées et si ces mesures aideraient à promouvoir la stabilité du marché et à rétablir la confiance des épargnants. La SEC a voté en vue de proposer deux modes de restriction des ventes à découvert, l'une étant un critère quant au cours qui s'appliquerait de façon permanente et à l'échelle du marché (le « critère quant au cours des ventes à découvert ») et l'autre qui s'appliquerait uniquement à un titre déterminé pendant des chutes graves du cours de ce titre sur le marché (le « seuil de déclenchement »).

Le 24 février 2010, la SEC a adopté la règle dite Rule 201 qui est entrée en vigueur le 10 mai 2010 (la mise en œuvre était initialement prévue pour le 10 novembre 2010 mais a été ultérieurement reportée jusqu'au 28 février 2011<sup>31</sup>). La règle exige que les places financières établissent, maintiennent et appliquent des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues afin d'empêcher l'exécution ou l'affichage d'une vente à découvert interdite. En règle générale, les titres de participation qui sont inscrits à la cote d'une bourse de valeurs nationale seraient visés par la règle. La règle s'appliquerait, indépendamment du fait que le titre se négocie sur une bourse ou sur le marché hors cote (par exemple à l'interne par un courtier et étant déclaré sur le « téléscript » au moyen d'un système de déclaration d'opérations). Si un titre baisse en valeur d'au moins 10 % par rapport au cours de clôture sur le marché principal à la cote duquel le titre est inscrit le jour de bourse précédent, un seuil de déclenchement serait déclenché et toute vente à découvert pendant le reste de ce jour de bourse et le prochain jour de bourse serait tenue d'être saisie moyennant un cours qui se situe à au moins un échelon de cotation au-dessus du meilleur cours acheteur national actuel.

Les observateurs ont noté certaines préoccupations concernant la méthodologie à laquelle a recours la règle dite Rule 201. En particulier, la règle dite Rule 201 :

<sup>30</sup> SEC Release No. 34-58591 (18 septembre 2008).

<sup>31</sup> Se reporter aux publications SEC Release 34-61595 - *Regulation SHO* (26 février 2010) et SEC Release 34-63247 - *Regulation SHO* (4 novembre 2010).



- présume que la chute rapide d'un cours est attribuable à l'activité de ventes à découvert;
- en fixant le facteur de déclenchement du seuil de déclenchement à une chute du cours de 10 % :
  - o ne tient pas compte de chutes du cours après la diffusion par un émetteur d'un communiqué de presse se rapportant à un « changement défavorable important »
  - o ne distingue pas entre les types de titres et, en conséquence, le déclenchement du seuil de déclenchement se produira fréquemment à l'égard des « titres cotées en cents », à l'égard desquels un écart de 10 % dans le cours est courant;
- anticipe que les restrictions seront imposées le même jour « à la volée » en temps réel, plutôt que dans le cadre d'un processus de fin de séance, qui serait compatible avec l'architecture existante des systèmes de négociation de la plupart des marchés;
- n'envisage pas de « suivi réglementaire » par un marché ou un courtier afin d'établir si la chute du cours était attribuable à un comportement de ventes à découvert « abusives »;
- ne donne pas d'orientation sur la façon dont les marchés sont censés traiter les ventes à découvert qui sont également désignées comme « ordres de balayage intermarchés » (c.-à-d., une directive de la part d'un courtier à un marché d'exécuter immédiatement un ordre sans tenir compte des ordres sur d'autres marchés et à l'égard desquels le courtier a pris en charge les obligations liées à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours aux termes du règlement dit Regulation NMS);
- envisage des coûts initiaux projetés d'un milliard de dollars US pour le secteur et d'un milliard de dollars US annuellement par la suite.

### **Australie**

En 2008, la Australian Securities and Investments Commission (« ASIC ») a annoncé une série de mesures intermédiaires se rapportant aux ventes à découvert.<sup>32</sup> Plus précisément, ces mesures intermédiaires :

<sup>32</sup> ASIC Release 08-204 - *Naked Short Selling Not Permitted and Covered Short Selling to be Disclosed* (19 septembre 2008).



- interdisaient les ventes à découvert non couvertes de l'ensemble des titres présentement admissibles à des « ventes à découvert » à la Australian Securities Exchange (« ASX »);
- précisait que les « ventes à découvert couvertes » continueraient à être autorisées et fournissait une orientation sur quelles ventes seraient jugées « couvertes »;
- instaurent une obligation de communication de renseignements (par l'intermédiaire de l'ASX) à l'égard de ventes à découvert couvertes qui continuent à être autorisées.

L'ASIC a ultérieurement interdit, sous réserve de certaines exceptions limitées, toutes les ventes à découvert (y compris les ventes à découvert « couvertes » qui avaient été autorisées aux termes des modifications provisoires)<sup>33</sup>.

L'interdiction de réaliser des ventes à découvert couvertes à l'égard de titres de sociétés non financières a en bout de ligne été levée, avec prise d'effet le 19 novembre 2008<sup>34</sup>. Tandis que l'ASIC avait initialement indiqué que l'interdiction relative aux ventes à découvert portant sur les titres de sociétés financières ne demeurerait en vigueur que jusqu'au 27 janvier 2009<sup>35</sup>, l'interdiction n'a pas été levée avant le 31 mai 2009<sup>36</sup>.

L'ASIC a publié un document de consultation le 30 avril 2009<sup>37</sup> qui sollicitait des commentaires, entre autres choses, sur une proposition visant à permettre les ventes à découvert « non couvertes » dans certaines circonstances limitées, y compris celles dans lesquelles un teneur du marché se livre à des pratiques de couverture. Suivant le processus de consultation, l'ASIC a prévu certaines exceptions limitées à l'interdiction absolue de réaliser des ventes à découvert couvertes.

Le cadre réglementaire actuel en Australie comprend ce qui suit<sup>38</sup> :

<sup>33</sup> ASIC Release 08-205 - *Covered Short Selling not Permitted* (21 septembre 2008).

<sup>34</sup> ASIC Release AD08-65 - *ASIC Lifts Ban on Covered Short Selling for Non-Financial Securities* (13 novembre 2008).

<sup>35</sup> ASIC Release 08-210 - *ASIC Extends Ban on Covered Short Selling* (21 octobre 2008). L'ASIC a indiqué que, simultanément au retrait anticipé de l'interdiction de procéder à des ventes à découvert visant des titres de sociétés non financières, l'ASIC, de concert avec l'ASX, mettrait en place des dispositions en matière de déclaration et de communication d'information concernant les ventes à découvert.

<sup>36</sup> L'interdiction visant les ventes à découvert portant sur les titres de sociétés financières a été prolongée jusqu'au 5 mars 2009. Se reporter à la publication ASIC Release 09-05 - *ASIC Extends Ban on Covered Short Selling of Financial Securities* (21 janvier 2009). L'interdiction a été de nouveau prolongée jusqu'au 31 mai 2009. Se reporter à la publication ASIC Release 09-36 - *ASIC Extends Ban on Covered Short Selling of Financial Securities* (5 mars 2009).

<sup>37</sup> CP 106 - *Short Selling to Hedge Risk from Market Making Activities* (30 avril 2009).

<sup>38</sup> Regulatory Guide 196 - *Short Selling* - ASIC - publié en avril 2010.





- la déclaration des opérations de vente à découvert;
- la déclaration de positions détenues en ventes à découvert lorsque la position est supérieure à 100 000 titres ou à 0,01 % du total des titres en circulation de la catégorie pertinente;
- une exigence, sous réserve de certaines dispenses, qu'une personne, lorsqu'elle saisit un ordre visant une vente à découvert, ait, ou croie raisonnablement qu'elle a, la faculté inconditionnelle de régler l'opération<sup>39</sup>.

### **Royaume-Uni et Union européenne**

Le 18 septembre 2008, la Financial Services Authority (« FSA ») a mis en œuvre de nouvelles dispositions qui interdisent la création ou l'augmentation d'une position à découvert nette de sorte à donner lieu à une exposition économique à des actions d'établissements financiers et d'assureurs déterminés (ce qui comprend les ventes à découvert non couvertes et couvertes). Ces dispositions sont venues à échéance le 16 janvier 2009. La FSA a instauré de nouvelles obligations de déclaration de ventes à découvert qui sont entrées en vigueur le 23 septembre 2008.<sup>40</sup> En vertu du nouveau régime de communication de renseignements, une personne ayant une position à découvert nette qui dépasse 0,25 % du capital-actions de l'un des émetteurs du secteur financier visés par les modifications intermédiaires de la FSA portant sur les ventes à découvert est tenue de déclarer cette position (y compris toutes modifications de cette position) au plus tard le jour ouvrable suivant (l'« obligation de déclaration »). La FSA a pris des dispositions afin de supprimer l'interdiction de ventes à découvert de titres d'établissements financiers avec prise d'effet le 19 juin 2009. En même temps, la FSA a également convenu de prolonger, avec de modestes modifications, l'obligation de déclaration jusqu'au 30 juin 2009.

En février 2009, la FSA a publié un document de discussion dans lequel elle énonce ses points de vue concernant la réglementation des ventes à découvert, y compris l'efficacité de plusieurs contraintes applicables aux ventes à découvert, y compris les « critères relatifs à la variation du cours » et les « seuils de déclenchement »<sup>41</sup>. La FSA est parvenue à la conclusion que des contraintes directes applicables aux ventes à découvert n'étaient pas justifiées pour l'heure;

<sup>39</sup> Le règlement de l'ASIC n'estime pas qu'un « avis de détention conditionnelle » (c.-à-d., une « localisation ») constitue une « faculté inconditionnelle de régler ». Cependant, un engagement exécutoire sur le plan juridique de la part d'un prêteur est jugé « inconditionnel ».

<sup>40</sup> FSA Statement on Short Positions in Financial Stocks - FSA Public Notice 102 (18 septembre 2008). Disponible (en anglais) à l'adresse <http://www.fsa.gov.uk>.

<sup>41</sup> FSA Discussion Paper 09/1 - *Short Selling* (février 2009).



cependant, dans l'éventualité de conditions boursières extrêmes, une intervention d'urgence de quelque nature pourrait être justifiée.

En 2010, la Commission européenne a publié une proposition sur la réglementation des ventes à découvert<sup>42</sup>. Cette proposition comprend :

- une obligation de déclaration des positions à découvert à deux paliers, le premier palier étant une obligation de notification des autorités de réglementation qui est déclenchée à 0,20 % du capital-actions émis et le deuxième palier étant une obligation de notification du public qui est déclenchée à 0,50 % du capital-actions émis;
- une obligation de « marquer » les ordres à découvert;
- une obligation que les plateformes de négociation publient quotidiennement des renseignements au sujet du volume des ordres « marqués » en tant qu'ordres à découvert;
- une exigence que la personne qui conclut une vente à découvert ait emprunté les titres, conclu un accord d'emprunt des titres ou conclu un accord avec un tiers aux termes duquel ce tiers a confirmé que le titre a été « localisé » et réservé pour être prêté;
- une exigence que les plateformes de négociation aient des dispositions convenables en place afin de « racheter » des transactions échouées et, en cas de non-règlement, des amendes quotidiennes doivent être imposées;
- le pouvoir accordé aux autorités de réglementation de restreindre temporairement les ventes à découvert en situation exceptionnelle.

Il est prévu que le règlement soit adopté vers le milieu de 2012. Dans l'intervalle, plusieurs membres de l'Union européenne ont adopté, ou sont en voie d'adopter, des modifications à leurs régimes respectifs encadrant les ventes à découvert de façon provisoire ou permanente<sup>43</sup>. Tandis que les méthodologies adoptées peuvent diverger d'un territoire à l'autre, la thématique commune parmi la plupart des ressorts vise à adopter des mesures pour améliorer la surveillance des ventes à découvert. Par exemple, l'Autriche, la Grèce et l'Espagne ont chacune adopté des exigences voulant qu'une personne

<sup>42</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur le risque de crédit - COM (2010) 482.

<sup>43</sup> Les mesures imposées par les autorités de réglementation des États membres de l'UE avant le 15 septembre 2010 pourraient continuer à s'appliquer jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 2013. Ceci signifie que les nouvelles exigences du Règlement et les diverses restrictions nationales quant aux ventes à découvert pourraient toutes les deux demeurer en vigueur parallèlement dans diverses parties de l'UE pour une période maximale d'un an. La pleine harmonisation ne sera pas réalisée avant le 1<sup>er</sup> juillet 2013.



déclare une position à découvert nette qui excède 0,25 % du capital en circulation d'un émetteur<sup>44</sup>.

### ***Hong Kong et les marchés asiatiques***

Au mois de juillet 2007, la Bourse de Hong Kong (« HKSE ») a proposé la suspension des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert. Au mois de juillet 2008, la Securities and Futures Commission (« SFC ») de Hong Kong a approuvé la proposition en vue de « relaxer » la règle sur les variations du cours. Toutefois, plus tard au cours de 2008, la SFC, de concert avec la HKSE, a annoncé que, compte tenu l'effet récent qui s'était produit sur les marchés outremer, elles avaient convenu de ne pas mettre en œuvre la proposition formulée en juillet 2008 et plutôt, avaient conservé le régime existant qui limite les ventes à découvert aux ventes à découvert « couvertes » visant certains titres désignés, moyennant le cours vendeur actuel au minimum.

En 2009, la SEC a publié un document de consultation concernant la mise en œuvre d'exigences de déclaration des positions à découvert. Le projet de loi, fondé sur les conclusions tirées du processus de consultation, devrait comprendre une exigence de déclaration d'une position selon laquelle un relevé des positions à découvert sera exigé de façon hebdomadaire une fois qu'une position à découvert correspond au moindre des montants suivants :

- 0,02 % du capital-actions émis;
- un minimum de 30 millions de dollars HK.

Des relevés hebdomadaires supplémentaires seront exigés jusqu'à ce que la position tombe en deçà du seuil de déclaration.

Au mois de juillet 2008, la Bourse de Taiwan a supprimé les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert à l'égard d'un certain nombre de titres et les autorités de réglementation du marché à la fois en Malaisie et en Inde ont pris des dispositions afin de relaxer les restrictions relatives aux ventes à découvert.<sup>45</sup> Il est intéressant de noter que le 30 septembre 2008, la Securities and Exchange Board of India a annoncé qu'elle ne suivrait pas les mesures prises par d'autres territoires en vue d'interdire les ventes à découvert.<sup>46</sup>

<sup>44</sup> Report of the Committee of European Securities Regulators ("CESR") on "Measures Recently Adopted by the CESR on Short Selling" (22 septembre 2008).

<sup>45</sup> "Asia Unlikely to Follow U.S. Short Selling Crackdown", Forbes.com (25 juillet 2008).

<sup>46</sup> "No Short Sale Ban - Existing Rules Adequate", NewKerla.com (30 septembre 2008)



### **Modifications antérieures et modifications proposées antérieures aux RUIM**

En septembre 2007, Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a publié des modifications proposées aux RUIM concernant certains aspects des ventes à découvert et des transactions échouées qui auraient :

- abrogé les restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être réalisée (le « critère relatif à la variation du cours »);
- éliminé l'obligation de déposer des « relevés des positions à découvert »;
- fourni une définition d'une « transaction échouée » et exigé qu'un relevé des « transactions échouées » soit déposé auprès d'une *autorité de contrôle du marché* si le motif de l'échec n'est pas réglé dans les dix jours de bourse suivant la date de règlement initiale de la transaction (une « transaction échouée sur une période prolongée »);
- prévu que l'*autorité de contrôle du marché* peut désigner des titres déterminés ou une catégorie de titres comme étant inadmissibles aux ventes à découvert (un « titre inadmissible aux ventes à découvert »);
- exigé qu'un avis soit donné à une *autorité de contrôle du marché* si, après l'exécution d'une transaction, la transaction est modifiée (pour ce qui est du prix, du volume ou de la date de règlement) ou annulée;
- précisé certaines exigences qui doivent être respectées pour qu'un vendeur soit considéré le propriétaire des titres au moment d'une vente.

En mai 2008, de concert avec la fusion de SRM avec l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, le Conseil a ratifié et adopté ces modifications proposées comme propositions de l'OCRCVM. En octobre 2008, à l'apogée du bouleversement des marchés, le Conseil a convenu de reporter l'examen de l'abrogation du critère relatif à la variation du cours et l'abrogation de l'obligation de déposer les relevés des positions à découvert, en attendant d'évaluer l'évolution du marché et des mesures réglementaires prises dans d'autres territoires. Le reste des propositions énumérées ci-dessus a été approuvé par les autorités compétentes en valeurs mobilières avec prise d'effet le 15 octobre 2008 (les « modifications antérieures »). La mise en œuvre de l'obligation de fournir à l'OCRCVM un relevé des transactions échouées sur une période prolongée ou un avis de certaines modifications ou annulations de transactions a été reportée et entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> juin 2011.



### ***Dispense des restrictions quant au cours à l'égard de ventes à découvert visant des titres intercotés***

Compte tenu de la décision prise par la SEC au mois de juillet 2007 de supprimer les restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert, l'OCRCVM a accordé, avec prise d'effet le 6 juillet 2007, une dispense des restrictions quant au cours à l'égard d'une vente à découvert aux termes de la Règle 3.1 des RUIM relativement aux titres intercotés sur une bourse aux États-Unis (la « dispense relative aux titres intercotés »)<sup>47</sup>. Aux termes de la dispense relative aux titres intercotés, si un titre est inscrit à la cote d'une bourse et est également coté à une bourse aux États-Unis, une vente à découvert du titre peut être saisie sur tout marché en ayant recours à la désignation de « vente à découvert dispensée ». Les titres qui se négocient sur un réseau de communication électronique aux États-Unis mais ne sont pas par ailleurs inscrits à la cote d'une bourse aux États-Unis ne sont pas admissibles à la dispense. La dispense relative aux titres intercotés continuera à produire ses effets jusqu'à ce que ces aspects des modifications proposées concernant l'abrogation des restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert de l'ensemble des titres et que le changement d'utilisation de la désignation d'ordres « à découvert dispensés » aient été approuvés par les autorités de reconnaissance ou retirés par l'OCRCVM.

### ***Mise en œuvre du relevé des « transactions échouées sur une période prolongée »***

Les autorités en valeurs mobilières sont généralement préoccupées par la relation qui existe entre les transactions échouées et la préservation de l'intégrité du marché. Afin de garantir que la piste de vérification à l'égard d'une transaction est exacte et que l'OCRCVM dispose de suffisamment de renseignements afin d'évaluer si une activité de négociation a été menée conformément aux RUIM et aux autres exigences réglementaires, les modifications antérieures ont mis en œuvre une exigence voulant que chaque *participant* ou *personne ayant droit d'accès* soit tenu de déclarer à l'OCRCVM si une transaction qui n'a pas été réglée à la date de règlement demeure non réglée 10 jours de bourse suivant la date de règlement. L'obligation de déposer un relevé des « transactions échouées sur une période prolongée » entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> juin 2011 à l'égard des transactions autres que celles qui ont recours à la fonctionnalité de

<sup>47</sup> Pour une description davantage détaillée de la dispense, il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-014 - *Orientation - Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés* (6 juillet 2007).



règlement « Trade-for-Trade » de CDS<sup>48</sup>. La mise en œuvre de l'obligation de déposer un relevé des transactions échouées sur une période prolongée a été reportée en attendant l'élaboration et la mise à l'essai sectorielle de la fonctionnalité de déclaration sur Internet. Pour ce qui est des transactions qui ont recours à la fonctionnalité de règlement « Trade-for-Trade » de CDS (ce qui, en règle générale, compte pour moins de 10 % des transactions visant les titres de participation cotés en bourse), l'obligation de déposer un relevé des « transactions échouées sur une période prolongée » entrera en vigueur à une date ultérieure lorsque l'OCRCVM aura finalisé la programmation nécessaire afin de permettre à l'OCRCVM de recevoir directement de CDS les renseignements concernant les transactions échouées dans le cadre de la fonctionnalité de règlement « Trade-for-Trade » de CDS.

Ces relevés des transactions échouées sur une période prolongée permettront à l'OCRCVM d'établir si la transaction n'a pu être réglée pour une raison « irrégulière » (par exemple, si une vente avait été exécutée comme vente à découvert non déclarée). Une fois qu'un relevé initial des transactions échouées sur une période prolongée a été déposé auprès de l'OCRCVM, le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* sera tenu de déposer un deuxième relevé lorsque le compte aura rectifié le défaut. Ce régime de déclaration mettra l'OCRCVM en position de surveiller les tendances relatives aux transactions échouées sur une période prolongée, y compris à l'égard des démarches qu'un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* prend afin de rectifier le défaut. Les renseignements tirés des relevés seront utilisés par l'OCRCVM afin d'établir si un titre déterminé devrait être désigné comme « titre inadmissible à une vente à découvert ».

Le relevé initial des transactions échouées sur une période prolongée indiquera les mesures qui ont été prises afin de régler l'« échec » au cours des 10 jours ouvrables précédents et qui sont proposées en vue de régler l'échec. Un relevé de « dénouement » est également tenu d'être déposé, lequel indiquera les démarches qui ont été prises en définitive afin de régler l'échec. Au cours de la période entre le relevé initial et le relevé de dénouement, l'OCRCVM serait en position de demander à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* si des mesures supplémentaires ont été prises depuis le dépôt du relevé initial. En effectuant une telle demande de renseignements, l'OCRCVM se fierait à son pouvoir général d'enquête aux termes de la Règle 10.2 des RUIM de la même manière que l'OCRCVM le fait dans le cadre d'un examen ou d'une enquête à l'égard d'une autre activité de négociation.

<sup>48</sup> Avis de l'OCRCVM 11-0080 - Avis sur les règles - Note d'orientation - RUIM - Date de mise en œuvre de la déclaration des transactions échouées sur une période prolongée (25 février 2011).



### **Mise en œuvre du relevé relatif à une modification ou annulation d'une transaction**

Les modifications antérieures ont mis en œuvre une exigence comme quoi une transaction ne peut être annulée ou modifiée, pour ce qui est du cours, du volume ou de la date de règlement, sauf si l'annulation ou la modification a été réalisée :

- par l'OCRCVM conformément aux RUIM;
- avec avis à l'OCRCVM immédiatement après la modification ou l'annulation de la transaction, et ce, selon la teneur et la manière exigées par l'OCRCVM.

L'obligation de déposer un relevé relatif à une « modification ou annulation d'une transaction » entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> juin 2011, simultanément à la mise en œuvre de la première phase des exigences de dépôt à l'égard des relevés des transactions échouées sur une période prolongée<sup>49</sup>.

Avant le règlement de la transaction, chaque *participant* ou *personne ayant droit d'accès* qui est partie à une transaction peut ne pas convenir d'une annulation ou modification de la transaction (pour ce qui est du cours de la transaction, du volume de la transaction, ou de la date de règlement de la transaction) sauf en ayant recours aux procédures et installations offertes par le marché sur lequel la transaction a été exécutée ou de la chambre de compensation par l'intermédiaire de laquelle la transaction doit être ou a été compensée et réglée. Le recours aux procédures et aux installations fournies par le marché ou la chambre de compensation garantira que les renseignements concernant l'annulation ou la modification puissent être diffusés publiquement. Les marchés sont en mesure d'annuler des transactions dans des circonstances limitées principalement liées au mauvais fonctionnement de systèmes ou à des problèmes techniques que connaît le marché.

Le rajout de l'exigence de notification ne devrait pas imposer, dans le cours ordinaire, un fardeau administratif plus élevé à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès*. La pratique actuelle en vue d'ajouter, de modifier ou d'annuler des transactions veut qu'un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* communique avec le marché à la date de la transaction (avant que la transaction ne soit déclarée par le marché à CDS) ou communique avec CDS avant le règlement. Si la demande a été adressée au marché, le marché avise l'OCRCVM avant d'effectuer toute modification ou annulation. Si la demande a été adressée à CDS, CDS déclare ces modifications ou

<sup>49</sup> Avis de l'OCRCVM 11-0079 - Avis sur les règles - Note d'orientation - RUIM - Date de mise en œuvre de la déclaration des modifications et annulations de transactions (25 février 2011).





annulations au marché pour qu'il les examine et, à son tour, le marché transmet le relevé à l'OCRCVM. Si l'OCRCVM parvient à la conclusion qu'il n'y a aucunes préoccupations en matière d'intégrité du marché et convient de la modification, le marché modifie le registre officiel de la transaction. Cependant, si l'annulation ou la modification de la transaction est effectuée après le règlement de la transaction par la chambre de compensation, la notification de l'annulation ou de la modification de la transaction devra maintenant être fournie à l'OCRCVM par chaque *participant* et *personne ayant droit d'accès* qui est partie à la transaction.

L'objectif recherché par l'obligation d'un *participant* ou d'une *personne ayant droit d'accès* de transmettre le relevé directement consiste à assurer que la modification ou l'annulation de la transaction n'est pas réalisée en marge des processus normaux des marchés et de CDS sauf si l'OCRCVM est avisé de la modification ou de l'annulation et a eu la possibilité d'examiner la modification en vue d'y déceler toutes préoccupations possibles en matière d'intégrité du marché. L'avis d'une annulation ou d'une modification d'une transaction permettra à l'OCRCVM de garantir que l'annulation ou la modification de la transaction a été réalisée pour un motif valable et ne fait pas partie d'une manœuvre de négociation manipulatrice ou trompeuse (y compris l'établissement d'un cours qui permettrait que d'autres activités de négociation soient réalisées moyennant une conformité théorique aux RUIIM ou aux autres exigences des autorités en valeurs mobilières).

**« Titre inadmissible à une vente à découvert »**

Les modifications antérieures permettent à l'OCRCVM de désigner un titre déterminé ou une catégorie de titres comme étant inadmissible à la vente « à découvert ». Cette disposition a pour objectif de fournir une souplesse supplémentaire à l'OCRCVM, en qualité d'*autorité de contrôle du marché*, pour réagir à l'évolution de la négociation d'un titre déterminé ou d'une catégorie de titres si, de l'avis de l'OCRCVM auquel souscrivent les autorités compétentes en valeurs mobilières, les taux de transactions échouées deviennent excessifs<sup>50</sup>. Les modifications antérieures prévoyaient également une dispense afin de permettre la vente à découvert d'un « titre inadmissible à une vente à découvert » si la vente est réalisée en application des obligations du teneur de marché ou par un teneur de marché des instruments dérivés.

<sup>50</sup> Au moment de la rédaction des RUIIM, CDNX avait la Règle C.2.12 qui prévoyait ce qui suit : « [TRADUCTION] La bourse peut, chaque fois qu'elle détermine que la conjoncture du marché le justifie, imposer une interdiction de vente à découvert. » Une disposition comparable n'a pas été intégrée aux RUIIM au motif que les dispositions générales réprimant les ventes à découvert abusives rendaient la disposition superflue.





Les critères qu'utiliserait l'OCRCVM afin de procéder à une désignation d'un titre n'ont pas été expressément énoncés à l'article 4 de la Politique 1.1. Si, en fonction des relevés des transactions échouées présentés à l'OCRCVM conformément aux exigences de la Règle 7.10 ou selon d'autres sources de renseignements, l'OCRCVM était mis au courant de manquements systémiques de régler des transactions à l'égard d'un titre déterminé ou d'une catégorie de titres qui étaient liés à une activité de ventes à découvert, les modifications autoriseraient l'OCRCVM à désigner le titre déterminé ou la catégorie de titres comme étant inadmissible à une vente à découvert dans l'intérêt du maintien du bon fonctionnement d'un marché équitable. Puisque les études menées par l'OCRCVM indiquaient que la vente à découvert ne constituait pas le motif principal de l'existence de transactions échouées, l'OCRCVM est d'avis que le seuil statistique, en soi, ne conviendrait pas. L'OCRCVM doit établir que la vente à découvert exacerbe la situation avant de décider s'il faut solliciter l'approbation en vue de désigner le titre comme étant inadmissible aux fins de ventes à découvert supplémentaires. L'OCRCVM est d'avis qu'il existe des risques plus importants à l'intégrité du marché si une série de courtiers subissent des transactions échouées sur une période prolongée à l'égard d'un nombre relativement mineur d'actions qui ne sont pas liquides que s'il y a échec d'une transaction en un seul bloc (en raison, peut-être, de problèmes administratifs ou de retards chez le dépositaire) à l'égard d'un titre très liquide.

De l'avis de l'OCRCVM, la nécessité d'effectuer une désignation constituera une instance relativement rare. Depuis la mise en œuvre des RUIIM, il n'y a eu aucune instance où soit SRM soit l'OCRCVM aurait sollicité l'approbation en vue d'effectuer une telle désignation. Cependant, l'OCRCVM reconnaît que l'abrogation des restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert entraînera vraisemblablement une volatilité accrue à l'égard de titres moins liquides. En outre, l'OCRCVM reconnaît que les émetteurs à faible capitalisation sont préoccupés par la possibilité de « raids baissiers ». L'OCRCVM est d'avis que l'activité qui fait partie d'un « raid baissier » sera dépistée selon les normes de surveillance existantes qu'emploie l'OCRCVM et qu'une telle activité peut être contraire aux interdictions existantes de se livrer à un comportement manipulateur et trompeur<sup>51</sup>. La désignation de « titre inadmissible à

<sup>51</sup> La Politique 2.2 des RUIIM concernant l'apparence fausse ou trompeuse d'une activité de négociation ou un cours factice prévoit que « le fait de saisir un ordre de vente d'un titre sans, au moment de la saisie de l'ordre, avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre » constituerait une activité manipulatrice et trompeuse. La disposition n'exige pas que le courtier donne une « confirmation positive » qu'il a la faculté de régler la transaction mais seulement qu'il démontre qu'il a une « attente raisonnable » au moment de la saisie de l'ordre. Essentiellement, un *participant* peut saisir une vente à découvert d'un titre jusqu'au moment où il sait, ou aurait dû raisonnablement savoir, qu'il ne peut plus emprunter les titres afin de réaliser le règlement. Au nombre des activités interdites par la Politique 2.2, il y a les soi-



une vente à découvert » constitue un « filet de sécurité » dans l'éventualité où l'abrogation des restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert aurait une incidence imprévue sur l'activité de ventes à découvert ou si les ventes à découvert sont jugées constituer le motif principal d'« échecs » excessifs dans le cadre du règlement de transactions visant un titre déterminé.

L'OCRCVM n'estime pas qu'une désignation doive être faite « en temps réel » puisque les circonstances qui entraînent le besoin de désigner un titre se manifesteront sur une période de temps (p. ex. à l'égard d'un titre déterminé, l'OCRCVM peut constater une augmentation du nombre de relevés des transactions échouées sur une période prolongée, la transmission d'un nombre accru d'avis de « rachat forcé » par CDS, une proportion croissante de ventes à découvert, des mouvements inhabituels des cours ou du volume, etc.). Aucun facteur unique ne mènerait nécessairement à la décision de la part de l'OCRCVM de solliciter une désignation. Par ailleurs, il n'est pas possible de fournir des « seuils » quantitatifs à l'égard de chacun des facteurs qui seraient pris en compte par l'OCRCVM. L'OCRCVM examinerait les circonstances de l'émetteur déterminé (p. ex. la question à savoir si l'émetteur a des titres en circulation à l'égard desquels la conversion ou d'autres droits sont liés au cours du titre ou si l'émetteur a annoncé son intention de réaliser un placement important auprès du public, un placement privé ou un placement de droits).

L'OCRCVM ne désignerait un titre en tant que « titre inadmissible à une vente à découvert » qu'avec le concours des autorités compétentes en valeurs mobilières. L'OCRCVM solliciterait cet aval à l'égard d'une désignation auprès de :

- chaque autorité en valeurs mobilières qui régit la réalisation des négociations d'un marché sur lequel le titre est inscrit ou coté;
- chaque autorité en valeurs mobilières d'un territoire dans lequel l'émetteur du titre inscrit ou coté est un émetteur assujetti;

---

disantes situations de « la spirale de la mort ». Traditionnellement, une « spirale de la mort » s'est produite lorsqu'un émetteur était visé par certains types d'arrangements ou restructurations de son capital (y compris la conversion volontaire ou involontaire de ses créances en une catégorie de titres de participation cotés en bourse), lesquels liaient les ratios de conversion ou de restructuration au cours du titre qui devait être émis. Au fur et à mesure que le cours des titres cotés en bourse chutait, le nombre de titres à émettre augmentait. En prévision de la réception de titres cotés supplémentaires au moment de la finalisation de l'opération, les épargnants vendraient les titres cotés supplémentaires à découvert sur le marché, ce qui exercerait une pression supplémentaire à la baisse sur le cours du titre coté. Puisque les titres qui seraient susceptibles d'émission dans le cadre de l'arrangement ou de la restructuration ne seraient pas disponibles en vue de régler les ventes dans le cours ordinaire, les ventes seraient considérées des « ventes à découvert » aux fins des RUIM.



- chaque autorité en valeurs mobilières qui a donné un avis à l'OCRCVM qu'elle souhaite être consultée à l'égard d'une désignation.

Même si l'OCRCVM n'estime pas qu'une désignation doive être faite « en temps réel », l'OCRCVM croit néanmoins qu'une désignation devra se faire « en temps opportun » afin de régler les situations qui se manifestent sur le marché. Si l'OCRCVM dépiste des circonstances inhabituelles et parvient à la conclusion qu'un problème se déclare qui semble avoir pour source les ventes à découvert, la première démarche de l'OCRCVM serait habituellement de publier un Avis de l'OCRCVM indiquant que, pour ce qui est du titre déterminé, les participants au marché devraient, avant de réaliser toute vente, s'assurer de leur faculté d'emprunter ou d'obtenir des titres en vue d'un règlement<sup>52</sup>. Cet Avis de l'OCRCVM fournirait également un « avertissement précoce » aux autorités compétentes en valeurs mobilières comme quoi l'OCRCVM pourrait solliciter leur aval dans le cadre de la désignation d'un titre comme « titre inadmissible à une vente à découvert ». Dans l'intervalle, l'OCRCVM continuerait à surveiller la négociation visant le titre déterminé afin d'établir si une mesure réglementaire supplémentaire était justifiée.

Aux termes des modifications antérieures, la vente à découvert d'un titre désigné comme « titre inadmissible à une vente à découvert » ne peut être effectuée. Les modifications antérieures renfermaient un certain nombre de dispenses de cette interdiction, y compris dans l'éventualité où l'ordre est saisi sur un marché :

- dans le cadre de l'application des obligations du teneur de marché conformément aux règles du marché de ce marché;
- pour le compte d'un teneur du marché des instruments dérivés et est saisi :
  - o conformément aux obligations de tenue du marché du vendeur relativement au titre ou à un titre connexe,
  - o afin de couvrir une position existante à l'égard du titre ou d'un titre connexe;
- dans le cadre d'une transaction déclenchée par ordinateur conformément aux règles du marché;
- pour respecter une obligation d'exécuter un ordre imposée à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* par toute disposition des RUIM ou une Politique;

<sup>52</sup> Si les modifications proposées sont approuvées, l'OCRCVM ferait de l'exigence d'emprunter au préalable des titres une obligation officielle avant qu'une vente à découvert ne puisse être réalisée si l'OCRCVM a désigné le titre en tant que « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable ». Se reporter à la rubrique « Obligation d'emprunt préalable » aux pages 11 et 12.



- et fait partie d'une catégorie de titres ou d'un type de transactions qui a été désigné par une *autorité de contrôle du marché*.

**Retrait de la proposition visant à abroger l'obligation de déposer des relevés des positions à découvert**

Au mois d'octobre 2008, l'OCRCVM a reporté l'abrogation proposée de l'obligation imposée aux *participants* et aux *personnes ayant droit d'accès* de préparer et de déposer un relevé des positions à découvert selon une fréquence bihebdomadaire. Afin de remplacer le regroupement des renseignements contenus dans les relevés des positions à découvert déposés par les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès* dans le cadre du RCPD, l'OCRCVM a envisagé la diffusion, par des tiers, de relevés périodiques sommaires des ventes à découvert exécutées sur les marchés et visant des titres déterminés. L'OCRCVM continue à encourager les marchés à rendre ces renseignements publics. Néanmoins, l'OCRCVM ira de l'avant avec la mise en œuvre des résumés de transactions réalisées au moyen de ventes à découvert, et ce, selon une fréquence bihebdomadaire qui correspondra au cycle de déclaration à l'égard des relevés des positions à découvert. L'OCRCVM s'attend à commencer à publier ces relevés sommaires bihebdomadaires simultanément à la mise en œuvre des modifications à la désignation des ordres « de vente à découvert » et de « vente à découvert dispensés ».

L'OCRCVM reconnaît que le RCPD est assorti d'un certain nombre de problèmes et de restrictions<sup>53</sup>. Néanmoins, l'OCRCVM retire la proposition visant à retirer la Règle 10.10 de l'examen ultérieur par les autorités de reconnaissance. Malgré ses lacunes et en l'absence de la faculté de produire facilement d'autres relevés des ventes à découvert pour l'heure, le RCPD constitue un relevé « connu » qui est comparable aux relevés des positions à découvert dans d'autres territoires. En outre, la production et la publication continues du

<sup>53</sup> Se reporter à la discussion sous la rubrique « Relevés de positions à découvert » aux pages 31 à 33 de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-017 - Avis de consultation - *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (7 septembre 2007). En particulier, cet Avis relatif à l'intégrité du marché indiquait ce qui suit :

De plus en plus, une préoccupation existe à savoir si le relevé consolidé des positions à découvert fournit une image complète ou utile de la position à découvert à l'égard d'un titre quelconque. En particulier, le relevé consolidé des positions à découvert ne tient pas compte de la position à découvert à l'égard de titres détenus par les personnes suivantes :

- des courtiers et des institutions étrangers ou établis aux États-Unis (ce qui est particulièrement pertinent puisqu'environ 54 % de la valeur de négociation et 30 % du volume au mois d'avril 2007 sur les marchés réglementés visaient des titres qui étaient intercotés avec les États-Unis);
- les courtiers au Canada qui ne sont pas des participants (c.-à-d., le courtier n'est pas membre d'une bourse, utilisateur d'un SCDO ou adhérent d'un SNP);
- les dépositaires ou autres établissements au Canada qui sont membres de CDS (et qui n'agissent pas par l'intermédiaire d'un compte tenu chez un participant).



RCPD appuient l'objectif recherché par l'OCRCVM d'encourager une plus grande sensibilisation du public à l'égard des ventes à découvert dans le cadre de l'activité de négociation au Canada. La disponibilité à la fois de résumés d'opérations et du RCPD permettra aux utilisateurs actuels du RCPD de bénéficier de la possibilité d'évaluer les renseignements fournis par les sommaires d'opérations et fournirait à l'OCRCVM la possibilité de suivre le lien entre les renseignements fournis dans le RCPD et les résumés d'opérations du marché.

### Résumé d'études empiriques menées par l'OCRCVM

#### ***Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées***

Simultanément à la publication du présent Avis sur les règles, l'OCRCVM a publié une étude statistique des tendances sur les marchés canadiens au cours de la période de trois ans s'échelonnant entre le 1<sup>er</sup> mai 2007 et le 30 avril 2010 (la « durée de l'Étude ») à l'égard de l'activité globale de négociation, des ventes à découvert et des transactions échouées (l'« Étude sur les tendances »)<sup>54</sup>. L'Étude sur les tendances a élargi une étude antérieure entreprise par l'OCRCVM à l'égard de la période du 1<sup>er</sup> mai 2007 au 30 septembre 2008 (l'« Étude antérieure ») afin d'inclure les dix-neuf mois se terminant le 30 avril 2010<sup>55</sup>.

Au cours la durée de l'Étude, il n'y a eu aucune évolution « négative » à l'égard de la tendance de ventes à découvert ou de transactions échouées par rapport aux conclusions de l'Étude antérieure. En particulier, au cours de la durée de l'Étude :

#### Activité de négociation

- le nombre moyen de transactions par jour a augmenté considérablement au cours de la durée de l'Étude, des modifications davantage modestes et moins constantes ayant été enregistrées à l'égard du volume et de la valeur quotidiens moyens;<sup>56</sup>

<sup>54</sup> Avis de l'OCRCVM 11-0078 - Avis sur les règles - Modification de forme - RUIIM - *Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (25 février 2011).

<sup>55</sup> Il y a lieu de consulter l'Avis de l'OCRCVM 09-0037 - Avis administratif - Généralités - *Tendances récentes relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (4 février 2009).

<sup>56</sup> Le nombre quotidien moyen de transactions par jour de bourse a augmenté de 481 041 au mois de mai 2007 pour passer à 1 256 763 transactions par jour au mois d'avril 2010, la moyenne au cours de la durée de l'Étude étant de 841 421 transactions par jour. Chacun des 7 mois entre octobre 2008 et avril 2009 faisait état d'un nombre de transactions qui dépassaient la moyenne de la durée de l'Étude, ce qui indiquait que la tendance vers une activité de négociation accrue se poursuit nonobstant le bouleversement des marchés en général. Pour la période de 17 mois terminée le



- le nombre de transactions visant des titres inscrits à la TSX a augmenté tout au long de la durée de l'Étude sur tous les marchés qui négociaient ces titres, l'augmentation étant concentrée sur la négociation des titres intercotés et des FNB;<sup>57</sup>
- alors que le nombre de transactions visant des titres inscrits à la BC-TSX ou à CNSX a évolué considérablement tout au long de la durée de l'Étude, les données ont fait état d'une baisse des volumes de négociation moyens à compter du début de l'Étude en 2007 jusqu'à 2008, des augmentations du volume quotidien ayant été constatées par rapport au point le plus bas observé en 2008 au cours de la dernière partie de la durée de l'Étude<sup>58</sup>;
- au cours de périodes de « tension boursière » accrue (une « période de tension boursière »),<sup>59</sup> l'activité de négociation,

30 septembre 2008 et visée par l'Étude antérieure, il y avait une moyenne de 634 330 transactions par jour.

Pour ce qui est du volume quotidien moyen, la moyenne de la durée de l'Étude se situait à 700 755 398, le point culminant de 971 097 043 ayant été atteint au mois d'avril 2010 et le point le plus faible de 458 400 292 ayant été enregistré au mois d'août 2008 (lorsque le volume à la BC-TSX était à son plus bas de 107 602 589). Quatre des sept mois entre octobre 2008 et avril 2009 affichaient des volumes qui dépassaient la moyenne de la durée de l'Étude. Pour ce qui est de la valeur quotidienne moyenne, la moyenne de la durée de l'Étude se situait à 7,37 milliards de dollars, le point culminant de 9,59 milliards de dollars ayant été atteint au mois de septembre 2008 et le point le plus bas de 5,61 milliards ayant été constaté au mois de janvier 2009. À l'exception du mois d'octobre 2008, les mois entre octobre 2008 et avril 2009 affichaient une valeur de négociation quotidienne moyenne en deçà de la moyenne de la durée de l'Étude (nonobstant un nombre de transactions et un volume supérieurs à la moyenne, ce qui traduit le déclin général des niveaux des cours).

<sup>57</sup> La TSX a connu en moyenne 687 761 transactions par jour au cours de la période (soit un plancher de 445 945 au mois de mai 2007 et un point culminant de 1 030 801 au mois d'octobre 2008 (tous les 7 mois entre octobre 2008 et avril 2009 ayant affiché un nombre de transactions dépassant la moyenne de la durée de l'Étude). Le nombre de transactions visant des FNB a augmenté de 3 706 par jour en mai 2007 pour atteindre un point culminant de 39 888 au mois de novembre 2008 et une moyenne globale de 13 779 pour la durée de l'Étude. Le nombre de transactions visant des titres intercotés a augmenté de 245 175 par jour au mois de mai 2007 pour atteindre un point culminant de 614 047 au mois de mars 2009, soit une moyenne globale de 412 225 pour la durée de l'Étude.

<sup>58</sup> La moyenne des transactions à la BC-TSX a été de 25 851 au cours de la durée de l'Étude (le nombre de transactions ayant diminué du total de 34 944 au mois de mai 2007 pour passer à 15 416 transactions par jour au mois d'avril 2008, augmentant à 35 484 transactions par jour au mois d'avril 2010, et enregistrant le point le plus faible de 12 344 transactions par jour au mois de novembre 2008). CNSX a connu en moyenne 94 transactions par jour au cours de la durée de l'Étude (le nombre de transactions ayant diminué d'un total de 152 au mois de mai 2007 à 28 transactions par jour au mois d'avril 2009). Tant la BC-TSX que CNSX ont affiché un nombre de transactions inférieur à la moyenne de la durée de l'Étude pendant chacun des sept mois entre octobre 2008 et avril 2009.

<sup>59</sup> Aux fins de l'Étude antérieure, six des mois (août 2007 et janvier, mars, juillet, août et septembre 2008) ont connu des niveaux élevés de tension boursière sur les deux indices. Aux fins de la présente Étude, les mois d'octobre 2008 à avril 2009 ont été inclus. Au cours de la durée de l'Étude, l'évolution quotidienne moyenne, calculée en points, du niveau de clôture de l'indice de l'Indice composé S&P/TSX était de 134,6 points, soit 1,201 % de la moyenne du niveau de clôture de l'indice (comparativement à 129,87 points ou 0,958 % de la moyenne du niveau de clôture de l'indice constatée au cours de la période visée par l'Étude antérieure). Pour l'Indice composé S&P/Bourse de croissance TSX, l'évolution quotidienne moyenne du niveau de clôture de l'indice se situait à 20,87 points, soit 1,21 % du niveau moyen de clôture de l'indice (comparativement à 28,84 points ou 1,137 % de l'évolution quotidienne moyenne, calculée en points, du niveau de clôture de l'indice constaté au cours de la période visée par l'Étude antérieure). Le nombre moyen de points (et le pourcentage) entre la moyenne des niveaux quotidiens extrêmes de l'indice pour l'Indice composé S&P/TSX se situait à 220,84 points ou 1,974 % de la moyenne quotidienne du niveau haut/bas de l'indice (comparativement à 211,43 points ou 1,558 % de la moyenne quotidienne du niveau haut/bas de l'indice constaté au cours de la période visée par l'Étude antérieure) et, en ce qui concerne l'Indice composé S&P/Bourse de croissance TSX, 29,41 points ou 1,721 % de la moyenne quotidienne du niveau haut/bas de l'indice



telle que mesurée par le nombre de transactions, a dépassé la moyenne pour la durée de l'Étude;<sup>60</sup>

- les titres qui étaient dispensés de la règle quant à la variation du cours n'ont pas connu une baisse de leur cours aussi rapide ou aussi marquée pendant les périodes de tension boursière que les titres qui y étaient assujettis<sup>61</sup>;

#### Ventes à découvert

- il n'y a eu aucune évolution importante au cours de la durée de l'Étude à l'égard de la tendance de ventes à découvert comparativement à la négociation des titres en général;
- l'octroi, au mois de juillet 2007, de la dispense à l'égard de la règle sur les variations du cours dans le cadre de la vente à découvert d'un titre intercoté n'a eu aucune incidence perceptible sur la tendance ou les caractéristiques des ventes à découvert de titres intercotés (à l'exception d'une légère augmentation de la proportion des transactions qui constituent des ventes à découvert);<sup>62</sup>
- au cours d'une période de tension boursière :
  - o il y a généralement un niveau inférieur à la moyenne d'activité de ventes à découvert à la BC-TSX et CNSX,<sup>63</sup>
  - o il y a un taux légèrement plus élevé de ventes à découvert à la TSX,<sup>64</sup>
  - o le volume moyen d'une vente à découvert d'un titre (autre qu'un titre inscrit à la cote de la BC-TSX) ont tendance à

---

(comparativement à 39,88 points, ou 1,556 %, constaté au cours de la période visée par l'Étude antérieure). Aux fins de la présente Étude, 5 mois (septembre 2008 à janvier 2009) ont connu un niveau élevé de tension boursière sur les deux indices.

<sup>60</sup> Le nombre quotidien moyen de transactions au cours d'une période de tension boursière s'élevait à 937 013, soit environ 11 % au-dessus de la moyenne globale pour la durée de l'Étude de 841 421.

<sup>61</sup> Il y a lieu de consulter le Tableau 2 - *Niveaux indiciaires par rapport au niveau de clôture le 1<sup>er</sup> mai 2007* dans la publication *Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées*.

<sup>62</sup> Pour ce qui est des titres intercotés, les ventes à découvert ont généralement compté pour entre 28 % et 35 % des transactions. Compte tenu de l'octroi de la dispense de la règle sur les variations du cours, la proportion des ventes à découvert visant les transactions de titres intercotés a augmenté pour se situer dans la fourchette des 35 % à 40 % (un point culminant de 42,2 % ayant été constaté en février 2010). Cette augmentation de la proportion des ventes à découvert était anticipée au moment de l'octroi de la dispense.

<sup>63</sup> À la BC-TSX, les ventes à découvert ont compté pour 2,3 % des transactions au cours d'une période de tension boursière comparativement à 4,4 % tout au long de la durée de l'Étude. À CNSX, les ventes à découvert ont compté pour 7,3 % des ventes au mois de septembre 2008, ce qui se situait considérablement au-dessus de la moyenne pour la durée de l'Étude de 3,5 % des transactions. Toutefois, la moyenne pour les quatre autres mois était considérablement inférieure, de sorte que la moyenne pour la période de tension boursière s'établit à uniquement 2,3 %.

<sup>64</sup> À la TSX, les ventes à découvert ont compté pour 27,7 % des transactions au cours d'une période de tension boursière comparativement à 28,4 % des transactions tout au long de la durée de l'Étude.





être inférieurs au volume et à la valeur des ventes à découvert en général;<sup>65</sup>

- plus le titre est celui d'une « société à forte capitalisation », plus la proportion des ventes à découvert est élevée;<sup>66</sup>
- l'activité de ventes à découvert compte pour un niveau disproportionné de l'activité de négociation sur les SNP transparents (ce qui indique peut-être une concentration de l'arbitrage et de la négociation algorithmique);<sup>67</sup>
- au cours de la durée de l'Étude :
  - o les deux tiers des titres à la TSX ont déclaré une position à découvert en fin de mois comparativement à seulement un quart des titres à la BC-TSX et un sixième des titres CNSX,
  - o les positions à découvert visant des titres inscrits à la cote de la BC-TSX ont connu une « rotation » plus rapide que les titres inscrits à la cote de la TSX,<sup>68</sup>
  - o les positions à découvert mensuelles totalisaient environ 13 % du volume de négociation visant les titres inscrits à la cote de la TSX comparativement à environ 1 % du volume de négociation pour les titres inscrits à la cote de la BC-TSX et de CNSX,
  - o la position à découvert moyenne à l'égard d'un titre correspondait au volume de 1 413 transactions moyennes à la TSX à l'égard d'un titre inscrit à la cote de la TSX comparativement à 13,7 transactions moyennes à la BC-TSX à l'égard d'un titre inscrit à la cote de la BC-TSX et à

<sup>65</sup> Au cours d'une période de tension boursière, les ventes à découvert étaient assorties d'un volume moyen qui était généralement inférieur à la moyenne pour la durée de l'Étude pour les ventes à découvert, variant entre 9 % de moins pour les FNB, 17 % de moins pour les titres intercotés et 19 % pour les autres titres à la TSX et 9 % de moins pour les titres négociés à CNSX. Pour les titres inscrits à la cote de la BC-TSX, les ventes à découvert au cours d'une période de tension boursière étaient assorties d'un volume de 10 % plus élevé que la moyenne de la durée de l'Étude.

<sup>66</sup> Au cours de la durée de l'Étude, les ventes à découvert de titres inscrits à la cote de la TSX ont compté pour 28,4 % des transactions (33,2 % des titres intercotés, 24,3 % des FNB et 21,5 % des autres titres inscrits à la cote de la TSX) comparativement à 4,4 % des transactions à l'égard de titres inscrits à la cote de la BC-TSX et à 3,5 % des transactions à l'égard de titres inscrits à la cote de CNSX.

<sup>67</sup> Pour les « nouveaux » marchés qui affichent publiquement les renseignements quant aux ordres, la proportion de ventes à découvert variait entre 38,9 % des transactions sur Chi-X, 36,2 % des transactions sur Pure Trading, 27,6 % des transactions sur Alpha et 30,5 % des transactions sur Omega (lequel, au cours de la durée de l'Étude, limitait la négociation aux titres qui étaient dispensés de la règle sur les variations du cours). Pour ce qui est de MATCH Now, lequel est exploité comme marché non transparent, les ventes à découvert comptaient pour seulement 13,8 % des transactions.

<sup>68</sup> Le taux de rotation est établi en divisant le volume des ventes à découvert au cours d'un mois par le volume en circulation de positions à découvert à la fin du mois. En moyenne au cours de la durée de l'Étude, la position à découvert à la TSX a connu une rotation tous les 0,61 d'un mois comparativement à 0,33 d'un mois pour la BC-TSX et 0,86 d'un mois à CNSX.





1,4 transactions moyennes à CNSX à l'égard d'un titre inscrit à la cote de CNSX;

#### Transactions échouées

- au cours de la durée de l'Étude :
  - o le nombre de transactions échouées en pourcentage du nombre global de transactions a généralement été en déclin,<sup>69</sup>
  - o en moyenne, 5,28 % des transactions échouées sont dénouées au moyen de l'exécution d'un « rachat forcé » sur un marché,
  - o la valeur cumulée des transactions échouées en pourcentage de la valeur des transactions a généralement été en déclin<sup>70</sup>;
- la « tension boursière » ne semble pas avoir eu d'incidence négative sur le taux ou la valeur des échecs de transactions.<sup>71</sup>

#### **Interdiction de réaliser des ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier**

L'OCRCVM avait antérieurement publié un rapport intitulé « Incidence de l'interdiction de ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier »<sup>72</sup> qui a examiné l'incidence de l'imposition, entre le 22 septembre 2008 et le 8 octobre 2008, d'une interdiction de ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier. Cette étude est parvenue à la conclusion que, même s'il existait des niveaux « inhabituels » d'activité à l'égard de titres d'émetteurs du « secteur financier » au cours de la période menant à l'imposition temporaire d'une interdiction de ventes à découvert, la proportion des ventes à découvert de titres d'émetteurs du secteur financier était généralement compatible avec les tendances historiques et les niveaux de ventes à découvert visant des titres intercotés. L'étude est parvenue à la conclusion que l'interdiction

<sup>69</sup> Au cours de la durée de l'Étude, les « avis de rachat forcé transmis » qu'a reçus CDS comptaient pour 0,22 % des transactions (variant entre un point culminant de 0,38 % au mois de décembre 2007 à son point le plus bas de 0,13 % au mois de mars 2008).

<sup>70</sup> Au cours de la durée de l'Étude, la valeur des transactions échouées cumulées en pourcentage de la valeur de négociation s'établissait à 1,67 % (variant entre un point culminant de 2,69 % au mois de mai 2007 et le point le plus bas de 0,73 % au mois de mars 2009).

<sup>71</sup> Au cours des mois qui ont été cernés comme faisant partie d'une période de tension boursière, la valeur des transactions échouées cumulées en pourcentage de la valeur de négociation se situait à 1,48 %, soit environ 11 % de moins que la moyenne globale pour la durée de l'Étude de 1,67 %, et la proportion des rachats forcés transmis en pourcentage des transactions s'élevait à 0,17 % comparativement à 0,24 % pour la durée de l'Étude dans l'ensemble.

<sup>72</sup> Avis de l'OCRCVM 09-0038 - Avis administratif - Généralités - Incidence de l'interdiction de vente à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier (4 février 2009).



avait eu une incidence considérable sur la qualité du marché en réduisant la liquidité et en augmentant les « écarts » tout en ayant aucune incidence sur la volatilité des cours.

### **Évolution des cours et activité de ventes à découvert**

Simultanément à la publication du présent Avis sur les règles, l'OCRCVM a également publié une étude statistique qui examine l'évolution des cours des titres inscrits à la cote de la BC-TSX pendant la durée de l'Étude, laquelle indique que les chutes considérables des cours observées durant la deuxième moitié de 2008 n'étaient pas causées ou exacerbées par l'activité de ventes à découvert<sup>73</sup>.

En fonction des données recueillies pendant la durée de l'Étude :

- le cours des titres négociés à la BC-TSX, dont l'ensemble était assujéti au critère relatif à la variation du cours, a chuté de façon plus marquée et rapide que le cours des titres cotés à la TSX qui, en règle générale, était dispensé du critère relatif à la variation du cours<sup>74</sup>;
- lors de périodes de chute rapide des cours, l'activité de ventes à découvert visant les titres inscrits à la cote de la BC-TSX a chuté à des niveaux moindres que les moyennes traditionnelles telles que mesurées par :
  - o le nombre de ventes à découvert,
  - o les ventes à découvert en pourcentage des transactions,
  - o les ventes à découvert par émetteur,
  - o les positions à découvert en pourcentage du capital émis;
- lors de périodes de chute rapide des cours, les personnes ayant une position « à découvert » étaient des « acheteurs » nets de titres inscrits à la cote de la BC-TSX.

Les données relatives aux titres inscrits à la cote de la BC-TSX pendant la durée de l'Étude suggèrent que :

- la chute marquée des cours observée entre juillet 2008 et décembre 2008 n'était ni causée ni exacerbée par l'activité de ventes à découvert;

<sup>73</sup> Avis de l'OCRCVM 11-0077 - Avis sur les règles - Modification de forme - RUIM - Évolution des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX (25 février 2011).

<sup>74</sup> Pendant la durée de l'Étude, environ 64 % de la valeur des titres négociés à la TSX étaient constitués de titres intercotés entre la TSX et une bourse aux États-Unis et étaient dispensés des restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert.



- le critère relatif à la variation du cours ne constituait pas un outil efficace afin de limiter les chutes importantes, rapides et systématiques des cours.

### **Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens**

En 2006, SRM a entrepris une étude des transactions échouées sur les marchés canadiens (l'« Étude sur les transactions échouées »)<sup>75</sup>. L'Étude sur les transactions échouées est parvenue aux conclusions suivantes :

- les transactions échouées comptaient pour 0,27 % du nombre global de transactions exécutées;
- plus le type de titre négocié était celui d'une « société à faible capitalisation » sur le marché, plus l'incidence de transactions échouées était élevée;<sup>76</sup>
- les transactions assorties de modalités de règlement spéciales ont connu un taux considérablement plus élevé d'échec (6,15 % des transactions comparativement à 0,26 % dans le cadre de transactions assorties de modalités de règlement habituelles);
- la cause principale des transactions échouées était le retard ou l'erreur d'ordre administratif<sup>77</sup>, lesquels ont compté pour environ 51 % des échecs;
- moins de 6 % des échecs découlaient de la vente d'un titre au moyen de ventes à découvert;
- les échecs comportant des ventes à découvert comptaient pour seulement 0,07 % de l'ensemble des ventes à découvert;
- des « rachats forcés » ont été exécutés uniquement dans 4 % des transactions échouées;
- la transaction « échouée » moyenne a été réglée 4,2 jours après la « date de règlement prévue », 96 % des transactions échouées

<sup>75</sup> Pour une analyse plus détaillée de l'Étude sur les transactions échouées et ses résultats, veuillez consulter l'Avis sur la politique relative au marché 2007-003 - *Généralités - Résultats de l'Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens* (13 avril 2007).

<sup>76</sup> Les taux d'échec de transactions pour les participants à l'Étude se situaient entre 0,22 % du total des transactions réalisées par les participants à l'Étude à la TSX (un total de 838 échecs sur 379 211 transactions) et 0,90 % des transactions réalisées à la BC-TSX (découlant de 239 échecs sur 26 509 transactions) et 2,22 % des transactions réalisées à CNQ (découlant d'une transaction échouée sur les 45 transactions exécutées à la CNQ par les participants à l'Étude au cours de la durée de l'Étude). Le taux d'échec des transactions à CNQ est comparable au taux de 2,21 % relevé par l'Office of Economic Analysis for US Exchange and OTC Bulletin Board de la SEC à l'égard des titres en fonction de données pour le mois de mai 2006.

<sup>77</sup> Les retards/erreurs d'ordre administratif comprennent en règle générale des retards par inadvertance se rapportant à l'obtention de certificats matériels à l'égard de titres, les dépositaires n'ayant pas reçu de directives et des divergences se rapportant au cours ou au nombre de titres.



étant intégralement réglées dans les 10 jours suivant la date de règlement « attendue ».

### **Groupe de travail des ACVM et de l'OCRCVM sur les questions liées aux ventes à découvert et aux transactions échouées**

Toutes modifications proposées aux RUIIM doivent être approuvées par les autorités de reconnaissance des ACVM. Le personnel de l'OCRCVM participe (et, avant le 1<sup>er</sup> juin 2008, le personnel à la fois de SRM et de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières a participé) à un groupe de travail officieux de concert avec le personnel des ACVM (le « Groupe de travail ») qui examine diverses questions se rapportant aux transactions échouées et aux ventes à découvert, notamment le rôle que jouent les ventes à découvert dans la survenance des transactions échouées. Le Groupe de travail surveille les faits nouveaux se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées dans d'autres territoires, particulièrement les mesures prises par la SEC en vue de modifier le règlement dit Regulation SHO.

L'OCRCVM a fourni au Groupe de travail des mises à jour périodiques de la publication *Tendances récentes relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* ainsi que d'autres recherches et études entreprises par l'OCRCVM. Les modifications proposées par l'OCRCVM ont fait l'objet de discussions avec le Groupe de travail.

Après la publication du présent Avis de l'OCRCVM, les ACVM et l'OCRCVM se proposent de publier l'Avis conjoint en vue de solliciter des commentaires à savoir si des propositions supplémentaires en vue de bonifier la déclaration de ventes à découvert et de transactions échouées au Canada sont nécessaires. Par exemple, l'Avis conjoint peut solliciter des commentaires à savoir si la déclaration de positions à découvert par des investisseurs institutionnels peut s'avérer nécessaire, à l'instar d'obligations de déclaration « côté acheteur » qui ont été ou sont généralement mises en œuvre dans d'autres territoires. L'Avis conjoint pourrait également solliciter des suggestions sur le type, le niveau et la fréquence de la communication au public de transactions échouées visant des titres de participation négociés sur tous les marchés canadiens et compensés par l'intermédiaire de CDS qui s'imposeraient pour le marché canadien.

Si des problèmes importants se manifestent après la mise en œuvre des modifications proposées ainsi que la mise en œuvre de tous autres éléments de la proposition de l'OCRCVM se rapportant à l'exécution ou au règlement des ventes à découvert, l'OCRCVM serait en position d'examiner des mesures réglementaires supplémentaires convenables.



Dans le même ordre d'idées, si les taux de règlement se détériorent après la mise en œuvre des modifications proposées, soit généralement soit dans des catégories déterminées de titres, des mesures supplémentaires pourraient être envisagées par l'OCRCVM.

Ainsi qu'il est indiqué dans l'Étude sur les tendances, le nombre de transactions exécutées sur les marchés a augmenté de façon dramatique pendant la durée de l'Étude de trois ans, passant d'environ 10 000 000 de transactions par mois à presque 30 000 000 de transactions, alors que le nombre d'avis initiaux de rachat forcé reçus par CDS dans le cadre de transactions échouées est demeuré relativement constant, soit dans la fourchette de 30 000 à 40 000 avis par mois. Les études menées par l'OCRCVM ont indiqué que la majorité des transactions échouées découlaient d'une « erreur administrative » et étaient facilement réglées. Pour cette raison, une exigence de dénouement « ferme » aurait pour incidence de répercuter le coût sur les courtiers qui ont manqué de régler pour des motifs « innocents ». Une proposition envisagée par l'OCRCVM consistait en la mise en œuvre d'un « prélèvement sur le capital » imposé au courtier qui a omis de recevoir le titre, ce qui agirait comme mesure incitative pour que ce courtier exerce ses droits de rachat forcé. Une autre option envisagée était la mise en œuvre d'une sanction administrative qui serait imposée au courtier qui a omis d'effectuer la livraison. Il n'a été donné suite à aucune des options, puisqu'il n'était pas clair que l'adoption de l'une ou de l'autre mesure aurait réduit considérablement l'incidence de l'erreur administrative, soit la cause principale de l'échec de règlement. L'OCRCVM était d'avis que, si les tendances sous-jacentes de l'échec des transactions au Canada donnaient signe d'augmentation, une « pénalité » simplifiée constituerait l'option à privilégier, mais l'on pourrait également tenir compte de l'imposition d'un « prélèvement sur le capital » dans l'un des sens ou dans les deux sens de la transaction échouée.

Une mesure que l'OCRCVM a observée dans un certain nombre de territoires était la mise en œuvre d'une obligation de déclaration des positions à découvert par les « détenteurs » de la position à découvert plutôt que de façon regroupée par les intermédiaires, tels que les courtiers et les adhérents à un SNP. Le RCPD, qui constitue un regroupement des relevés déposés par les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès*, ne s'est pas montré utile comme outil pour l'OCRCVM dans le cadre de sa surveillance ou à des fins d'enquête. L'instauration d'obligations supplémentaires au niveau du compte ne fournirait pas des renseignements qui seraient aussi opportuns ou utiles que les renseignements bonifiés disponibles par la surveillance des transactions « fichées » tant en temps réel que dans le cadre d'une analyse postérieure aux transactions. L'OCRCVM a,



depuis avril 2007, une proposition en cours qui exigerait que l'identificateur unique de chaque client ayant un accès direct au marché (« ADM ») soit inclus avec chaque ordre, y compris les ventes à découvert. Cette proposition rendrait officielle la pratique adoptée par les marchés qui exigent que le compte ADM soit précisé sur la commande. L'inclusion des renseignements relatifs au compte ADM permet la surveillance en temps réel de l'activité au niveau du compte de comptes institutionnels à l'égard de l'ensemble des exigences et obligations et non seulement des ventes à découvert. Le système de surveillance de l'OCRCVM fournit une base de données complète en vue d'une analyse postérieure aux transactions à l'égard de l'ensemble des ordres et des transactions sur tous les marchés. De l'avis de l'OCRCVM, la surveillance des ventes à découvert devrait être intégrée aux systèmes de surveillance qui assurent déjà un contrôle à l'égard de mouvements des cours ou des volumes anormaux visant un titre déterminé en temps réel. En particulier, l'OCRCVM élabore une alerte qui examinera les augmentations du taux des ventes à découvert de concert avec les chutes du cours. Cette alerte permettra de cerner en temps réel des situations qui peuvent nécessiter une intervention réglementaire (y compris la désignation possible du titre comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » ou « titre inadmissible à une vente à découvert »). Un relevé de positions ne donne qu'un cliché de la situation à un moment donné dans le temps et ne fournit aucuns renseignements sur l'activité de négociation au cours de la période, ce qui constitue le facteur qui a une incidence sur les cours. L'OCRCVM a également observé que le seuil qui détermine l'obligation de déposer un relevé de positions dans un certain nombre de territoires qui ont mis en œuvre cette obligation est de 0,25 % du capital émis de l'émetteur. Par voie de comparaison, au mois de mars 2009, la position à découvert moyenne visant un titre inscrit à la cote de la BC-TSX correspondait à 0,01 % du capital émis (et ce, en fonction du regroupement des positions à découvert brutes dans tous les comptes tenus auprès de l'ensemble des *participants*).

### Questions

Même si des commentaires sont sollicités à l'égard de tous les aspects des modifications proposées, des commentaires sont expressément sollicités à l'égard des questions suivantes :

1. Existe-t-il des raisons sur le plan de la politique, autres que celles qui sont cernées dans le présent Avis de consultation, dont l'OCRCVM devrait tenir compte dans le cadre de son abrogation proposée du « critère relatif à la variation du cours » existant (les ventes à découvert doivent être réalisées à un cours qui n'est pas inférieur au dernier cours vendeur)? Si



vous êtes en désaccord avec la proposition d'abrogation du critère relatif à la variation du cours, veuillez indiquer pourquoi il y aurait lieu de conserver cette mesure.

2. Si les restrictions quant au cours d'une vente à découvert doivent être maintenues, les RUIM devraient-elles adopter un « critère relatif au cours acheteur » au moment de la saisie de l'ordre (p. ex., une vente à découvert ne peut être saisie sur un marché moyennant un cours supérieur au meilleur cours acheteur)?
3. Si les restrictions quant au cours d'une vente à découvert doivent être maintenues, que ce soit à court terme ou à long terme, devrait-il y avoir une dispense pour les titres intercotés sur un marché aux États-Unis?
4. Si les restrictions quant au cours d'une vente à découvert sont abrogées, quelles sont les possibilités d'arbitrage réglementaire qui peuvent exister dans le cas d'un titre intercoté, lorsqu'un seuil de déclenchement a été déclenché aux États-Unis, lequel donne lieu à des restrictions quant au cours de ventes à découvert? Quelles sont les mesures qui pourraient être prises, le cas échéant, afin de limiter cet arbitrage réglementaire éventuel?
5. Les modifications proposées « réutiliseraient » la désignation existante d'ordre « à découvert dispensé » afin d'indiquer les comptes qui sont admissibles à la désignation d'ordre « dispensé de la mention à découvert ». Existe-t-il des facteurs déterminés à prendre en compte sur le plan de l'exploitation pour les marchés ou les *participants* qui découlent de ce changement d'utilisation? Y aurait-il des avantages à mettre en œuvre une nouvelle désignation distincte si les marchés, les fournisseurs de services et les *participants* sont néanmoins tenus de modifier leur système afin de retirer la fonctionnalité et de prendre des mesures en vue d'accepter la désignation existante d'ordre « à découvert dispensé »?
6. Existe-t-il d'autres facteurs à prendre en compte sur le plan de l'exploitation pour les marchés ou les *participants* qui découleraient de l'adoption des modifications proposées, au-delà de ceux qui sont cernés dans le cadre du présent Avis de consultation?
7. Si les modifications proposées sont approuvées, l'OCRCVM se propose de retarder la mise en œuvre pendant une période de cent quatre-vingts (180) jours afin d'accorder aux *participants*, aux marchés et aux fournisseurs de services un délai suffisant afin d'apporter les modifications nécessaires à leurs systèmes,



politiques et procédures. La durée de mise en œuvre devrait-elle être plus longue et, le cas échéant, pourquoi?

8. L'obligation de désigner un ordre de vente comme « vente à découvert » est déterminée en fonction des avoirs regroupés du « vendeur » (au sein de plusieurs comptes qui peuvent, en réalité, être détenus auprès de plusieurs *participants* ou courtiers) alors que l'obligation qui incombe à un *participant* de déposer un relevé de positions à découvert est fonction de la position de chaque compte individuel. Si le critère relatif à la variation du cours est abrogé, le fondement de la décision de désigner les ordres et de déposer des relevés de positions à découvert devrait-il être harmonisé? Serait-il préférable que la désignation des ordres soit décidée en fonction des avoirs au sein du compte qui saisit l'ordre de vente, et ce, au moment de la saisie de l'ordre?

En plus de ces questions posées par l'OCRCVM, les ACVM et l'OCRCVM se proposent de publier l'Avis conjoint en vue de solliciter des commentaires à savoir si des propositions supplémentaires en vue d'améliorer la déclaration des ventes à découvert et des transactions échouées au Canada sont nécessaires.

### Annexes

- L'Annexe « A » énonce le libellé des modifications proposées aux RUIM à l'égard de la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées;
- L'Annexe « B » renferme le libellé des dispositions pertinentes des RUIM telles qu'elles se liraient à l'adoption des modifications proposées;
- L'Annexe « C » fait le rapprochement entre les RUIM et les propositions, d'une part, et les recommandations de l'OICV sur la réglementation des ventes à découvert, d'autre part.





## Annexe « A »

## Libellé des dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. La Règle 1.1 est modifiée par l'ajout des définitions suivantes d'« ordre dispensé de la mention à découvert » et de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » :

**ordre dispensé de la mention à découvert** Ordre d'achat ou de vente d'un titre passé par un compte qui est :

- a) un compte d'arbitrage;
- b) le compte d'une personne à qui incombent des obligations de négociation sur un marché relativement à un titre à l'égard duquel cette personne est tenue à des obligations;
- c) le compte d'un client institutionnel à l'égard duquel les conditions suivantes sont réunies :
  - (i) la production et la saisie des ordres sont pleinement automatisées,
  - (ii) dans le cours normal, il procède à l'exécution à la fois d'achats et de ventes d'un titre donné sur un ou plusieurs marchés chaque jour de bourse,
  - (iii) dans le cours normal, il ne détient, à la fin de chaque jour de bourse, rien de plus qu'une position acheteur ou vendeur nominale visant le titre donné.

**titre visé par l'obligation d'emprunt préalable** Titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme titre à l'égard duquel un ordre, qui, s'il était exécuté, constituerait 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.

2. La Règle 3.1 est supprimée.



3. La Règle 3.2 est modifiée par :

- a) la suppression, dans le sous-alinéa a) de l'alinéa (1), de la phrase suivante : « ou au point 6.2(1)b) (ix) »;
- b) la suppression de l'alinéa (2) et l'ajout de la phrase suivante :

Le sous-alinéa a) de l'alinéa (1) ne s'applique pas à un ordre qui a été désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b) (ix).

4. La Règle 6.1 est modifiée par l'ajout des alinéas suivants :

- (3) Un participant qui fait fonction de mandataire ne doit pas saisir sur un marché un ordre client ou un ordre non-client, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le client ou le non-client a antérieurement exécuté la vente d'un titre coté en bourse qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes de la Règle 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée :
  - a) le participant a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle;
  - b) le participant est convaincu, après avoir mené une enquête raisonnable, que toute transaction échouée antérieure découlait exclusivement d'une erreur administrative et non d'un acte intentionnel ou négligent de la part du client ou du non-client;
  - c) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre.
- (4) Un participant qui fait fonction de contrepartiste ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre visant un titre donné, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le participant ou la personne ayant droit d'accès a antérieurement exécuté une vente de ce titre qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à



l'autorité de contrôle du marché aux termes de la Règle 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée :

- a) le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle;
- b) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre.

- (5) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre portant sur un titre visé par l'obligation d'emprunt préalable qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert sauf si le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle.

5. Le sous-alinéa b) de l'alinéa (1) de la Règle 6.2 est modifié par :

- a) la suppression, au point (viii), du membre de phrase « assujettie à la restriction relative au prix prévue à l'alinéa (1) du paragraphe 3.1 des RUIM » et son remplacement par le membre de phrase suivant : « à l'exclusion d'un ordre désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b) (ix) »;
- b) la suppression du point (ix) et son remplacement par ce qui suit :

(ix) est un ordre dispensé de la mention à découvert.

Les Politiques prises aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. La Politique 1.1 est modifiée par l'ajout de l'article 2.1 suivant :

**Article 2.1 - Définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »**

Aux termes de la définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », l'autorité de contrôle du marché peut désigner un titre à l'égard duquel un ordre, qui, s'il était



exécuté, constituerait 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. En décidant s'il faut ou non effectuer une telle désignation, l'autorité de contrôle du marché tient compte des facteurs suivants :

- en fonction des renseignements dont elle a connaissance, le fait qu'il y ait eu une augmentation du nombre, de la valeur ou du volume de transactions échouées visant le titre donné par plus d'un participant ou plus d'une personne ayant droit d'accès;
- le fait que le nombre ou la tendance des transactions échouées se rapporte aux ventes à découvert;
- le fait que la désignation serait dans l'intérêt de la préservation du bon fonctionnement et du caractère équitable du marché.

2. L'article 1 de la Politique 2.2 est modifié par :

- a) la suppression de l'alinéa d);
- b) la suppression du point-virgule et son remplacement par l'ajout d'un point final à la fin de l'alinéa c).

3. La Politique 3.1 est abrogée.



**Annexe « B »**

**Libellé des RUIM afin de tenir compte des modifications  
proposées  
concernant la réglementation des ventes à découvert et des  
transactions échouées**

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
	<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><u>ordre dispensé de la mention à découvert</u> Ordre d'achat ou de vente d'un titre passé par un compte qui est :</p> <p>a) un compte d'arbitrage;</p> <p>b) le compte d'une personne à qui incombent des obligations de négociation sur un marché relativement à un titre à l'égard duquel cette personne est tenue à des obligations;</p> <p>c) le compte d'un client institutionnel à l'égard duquel les conditions suivantes sont réunies :</p> <p>(i) la production et la saisie des ordres sont pleinement automatisées,</p> <p>(ii) dans le cours normal, il procède à l'exécution à la fois d'achats et de ventes d'un titre donné sur un ou plusieurs marchés chaque jour de bourse,</p> <p>(iii) dans le cours normal, il ne détient, à la fin de chaque jour de bourse, rien de plus qu'une position acheteur ou vendeur nominale visant le titre donné.</p>
<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><b>titre visé par l'obligation d'emprunt préalable</b></p> <p>Titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme titre à l'égard duquel un ordre, qui, s'il était exécuté, constituerait 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.</p>	<p><b>1.1 Définitions</b></p> <p><u>titre visé par l'obligation d'emprunt préalable</u></p> <p><u>Titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme titre à l'égard duquel un ordre, qui, s'il était exécuté, constituerait 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.</u></p>
<p><b>3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert - abrogé</b></p>	<p><del><b>3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert</b></del></p> <p><del>(1) Sauf indication contraire, un participant ou une personne ayant droit d'accès ne peut effectuer une vente à découvert d'un titre sur un marché à moins que le prix ne soit égal ou supérieur au dernier cours vendeur.</del></p> <p><del>(2) Un titre peut faire l'objet d'une vente à découvert sur un marché à un prix inférieur au dernier cours vendeur si la vente est, selon le cas :</del></p> <p><del>a) une transaction déclenchée par ordinateur conformément aux règles du marché;</del></p> <p><del>b) effectuée en vue d'assurer le respect des obligations du teneur de marché conformément aux règles du marché;</del></p>



Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
	<p><del>e) effectuée pour un compte d'arbitrage, à la condition que le vendeur sache ou ait des motifs raisonnables de croire qu'il existe une offre lui permettant de couvrir cette vente, et qu'il ait l'intention de l'accepter immédiatement;</del></p> <p><del>d) effectuée pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés et :</del></p> <p><del>(i) d'une part, conformément aux obligations de tenue de marché du vendeur à l'égard du titre ou d'un titre connexe;</del></p> <p><del>(ii) d'autre part, pour couvrir une position préexistante sur le titre ou un titre connexe;</del></p> <p><del>e) la première vente du titre sur un marché effectuée ex-dividendes, ex-droits ou ex-distribution et que le prix n'est pas inférieur au dernier cours vendeur, déduction faite de la valeur en espèces du dividende, du droit ou de toute autre distribution;</del></p> <p><del>f) le résultat, selon le cas :</del></p> <p><del>(i) d'un ordre au cours du marché;</del></p> <p><del>(ii) d'un ordre au dernier cours;</del></p> <p><del>(iii) d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume;</del></p> <p><del>(iv) d'un ordre de base;</del></p> <p><del>(v) d'un ordre au cours de clôture;</del></p> <p><del>g) une transaction visant les titres d'un fonds dispensé négocié en bourse</del></p> <p><del>h) effectuée en vue de respecter une obligation d'exécuter un ordre que toute disposition des RUM ou toute Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès.</del></p>
<p><b>3.2 Interdiction de saisie d'ordres</b></p> <p>(1) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir un ordre de vente visant un titre sur un marché qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert :</p> <p>a) sauf si l'ordre est désigné comme vente à découvert conformément au point 6.2(1)b) (viii);</p> <p>b) si le titre est un titre inadmissible à une vente à découvert au moment de la saisie de l'ordre.</p> <p>(2) Le sous-alinéa a) de l'alinéa (1) ne s'applique pas à un ordre qui a été désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b) (ix).</p> <p>...</p>	<p><b>3.2 Interdiction de saisie d'ordres</b></p> <p>(1) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir un ordre de vente visant un titre sur un marché qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert :</p> <p>a) sauf si l'ordre est désigné comme vente à découvert conformément au point 6.2(1)b) (viii) <u>ou au point 6.2(1)b) (ix);</u></p> <p>b) si le titre est un titre inadmissible à une vente à découvert au moment de la saisie de l'ordre.</p> <p>(2) Le sous-alinéa a) de l'alinéa (1) ne s'applique pas à un ordre <u>produit automatiquement par le système de négociation d'une bourse ou d'un SCDO conformément aux règles du marché relatives aux obligations du teneur de marché qui s'appliquent, qui a été</u></p>



Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
	<p>désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b) (ix).</p> <p>...</p>
<p><b>6.1 Saisie d'ordres sur un marché</b></p> <p>...</p> <p>(3) Un participant qui fait fonction de mandataire ne doit pas saisir sur un marché un ordre client ou un ordre non-client, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le client ou le non-client a antérieurement exécuté la vente d'un titre coté en bourse qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes de la Règle 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée :</p> <p>a) le participant a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle;</p> <p>b) le participant est convaincu, après avoir mené une enquête raisonnable, que toute transaction échouée antérieure découlait exclusivement d'une erreur administrative et non d'un acte intentionnel ou négligent de la part du client ou du non-client;</p> <p>c) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre.</p> <p>(4) Un participant qui fait fonction de contrepartiste ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre visant un titre donné, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le participant ou la personne ayant droit d'accès a antérieurement exécuté une vente de ce titre qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes de la Règle 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée :</p> <p>a) le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle;</p> <p>b) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre.</p> <p>(5) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre portant sur un titre visé par l'obligation d'emprunt préalable qui, s'il était exécuté,</p>	<p><b>6.1 Saisie d'ordres sur un marché</b></p> <p>...</p> <p><u>(3) Un participant qui fait fonction de mandataire ne doit pas saisir sur un marché un ordre client ou un ordre non-client, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le client ou le non-client a antérieurement exécuté la vente d'un titre coté en bourse qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes de la Règle 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée :</u></p> <p><u>a) le participant a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle;</u></p> <p><u>b) le participant est convaincu, après avoir mené une enquête raisonnable, que toute transaction échouée antérieure découlait exclusivement d'une erreur administrative et non d'un acte intentionnel ou négligent de la part du client ou du non-client;</u></p> <p><u>c) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre.</u></p> <p><u>(4) Un participant qui fait fonction de contrepartiste ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre visant un titre donné, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le participant ou la personne ayant droit d'accès a antérieurement exécuté une vente de ce titre qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes de la Règle 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée :</u></p> <p><u>a) le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle;</u></p> <p><u>b) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre.</u></p> <p><u>(5) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre portant sur un titre visé par l'obligation d'emprunt préalable qui, s'il était exécuté,</u></p>



Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
<p>constituerait une vente à découvert sauf si le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle.</p>	<p><u>constituerait une vente à découvert sauf si le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle.</u></p>
<p><b>6.2 Désignations et identificateurs</b></p> <p>(1) Chaque ordre saisi sur un marché précise :</p> <p>...</p> <p>b) une désignation que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable pour le marché sur lequel l'ordre est saisi si l'ordre, selon le cas :</p> <p>(i) est un ordre au cours du marché,</p> <p>(ii) est un ordre au premier cours,</p> <p>(iii) est un ordre au dernier cours,</p> <p>(iv) est un ordre assorti de conditions particulières,</p> <p>(v) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume,</p> <p>(v.1) est un ordre de base,</p> <p>(v.2) est un ordre au cours de clôture,</p> <p>(v.3) est un ordre de contournement,</p> <p>(vi) fait partie d'une transaction déclenchée par ordinateur,</p> <p>(vii) fait partie d'une application intentionnelle ou d'une application interne,</p> <p>(viii) est une vente à découvert à l'exclusion d'un ordre désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b (ix),</p> <p>(ix) est un ordre dispensé de la mention à découvert,</p> <p>(x) est un ordre non-client,</p> <p>(xi) est un ordre propre,</p> <p>(xii) est un ordre de jitney,</p> <p>(xiii) est pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés,</p> <p>(xiv) est pour le compte d'une personne qui est un initié de l'émetteur du titre visé par l'ordre,</p> <p>(xv) est pour le compte d'une personne qui est un actionnaire important de l'émetteur du titre visé par l'ordre,</p> <p>(xvi) est un ordre à l'égard duquel l'autorité de contrôle du marché peut exiger une désignation</p>	<p><b>6.2 Désignations et identificateurs</b></p> <p>(1) Chaque ordre saisi sur un marché précise :</p> <p>...</p> <p>b) une désignation que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable pour le marché sur lequel l'ordre est saisi si l'ordre, selon le cas :</p> <p>(i) est un ordre au cours du marché,</p> <p>(ii) est un ordre au premier cours,</p> <p>(iii) est un ordre au dernier cours,</p> <p>(iv) est un ordre assorti de conditions particulières,</p> <p>(v) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume,</p> <p>(v.1) est un ordre de base,</p> <p>(v.2) est un ordre au cours de clôture,</p> <p>(v.3) est un ordre de contournement,</p> <p>(vi) fait partie d'une transaction déclenchée par ordinateur,</p> <p>(vii) fait partie d'une application intentionnelle ou d'une application interne,</p> <p>(viii) est une vente à découvert <u>assujettie à la restriction relative au prix prévue à l'alinéa (1) du paragraphe 3.1 des RUI</u> à l'exclusion d'un ordre désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b (ix),</p> <p>(ix) est une vente à découvert <u>dispensée de la restriction relative au prix applicable aux ventes à découvert conformément à l'alinéa (2) du paragraphe 3.1 des RUI</u> un ordre dispensé de la mention à découvert,</p> <p>(x) est un ordre non-client,</p> <p>(xi) est un ordre propre,</p> <p>(xii) est un ordre de jitney,</p> <p>(xiii) est pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés,</p> <p>(xiv) est pour le compte d'une personne qui est un initié de l'émetteur du titre visé par</p>





Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
précise ou particulière à l'occasion.	l'ordre, (xv) est pour le compte d'une personne qui est un actionnaire important de l'émetteur du titre visé par l'ordre, (xvi) est un ordre à l'égard duquel l'autorité de contrôle du marché peut exiger une désignation précise ou particulière à l'occasion.
<p><b>POLITIQUE 1.1 - DÉFINITIONS</b></p> <p><b>Article 2.1 - Définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »</b></p> <p>Aux termes de la définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », l'autorité de contrôle du marché peut désigner un titre à l'égard duquel un ordre, qui, s'il était exécuté, constituerait 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. En décidant s'il faut ou non effectuer une telle désignation, l'autorité de contrôle du marché tient compte des facteurs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• en fonction des renseignements dont elle a connaissance, le fait qu'il y ait eu une augmentation du nombre, de la valeur ou du volume de transactions échouées visant le titre donné par plus d'un participant ou plus d'une personne ayant droit d'accès;</li> <li>• le fait que le nombre ou la tendance des transactions échouées se rapporte aux ventes à découvert;</li> <li>• le fait que la désignation serait dans l'intérêt de la préservation du bon fonctionnement et du caractère équitable du marché.</li> </ul>	<p><b>POLITIQUE 1.1 - DÉFINITIONS</b></p> <p><b><u>Article 2.1 - Définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »</u></b></p> <p><u>Aux termes de la définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », l'autorité de contrôle du marché peut désigner un titre à l'égard duquel un ordre, qui, s'il était exécuté, constituerait 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. En décidant s'il faut ou non effectuer une telle désignation, l'autorité de contrôle du marché tient compte des facteurs suivants :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <u>en fonction des renseignements dont elle a connaissance, le fait qu'il y ait eu une augmentation du nombre, de la valeur ou du volume de transactions échouées visant le titre donné par plus d'un participant ou plus d'une personne ayant droit d'accès;</u></li> <li>• <u>le fait que le nombre ou la tendance des transactions échouées se rapporte aux ventes à découvert;</u></li> <li>• <u>le fait que la désignation serait dans l'intérêt de la préservation du bon fonctionnement et du caractère équitable du marché.</u></li> </ul>
<p><b>POLITIQUE 2.2 ACTIVITÉS MANIPULATRICES ET TROMPEUSES</b></p> <p><b>Article 1 - Manœuvre, action ou pratique manipulatrice ou trompeuse</b></p> <p>Il existe un certain nombre d'activités qui, de par leur nature, seront jugées constituer une manœuvre, action ou pratique manipulatrice ou trompeuse. Aux fins de l'alinéa (1) de la règle 2.2 et sans que soit limitée la portée générale de cet alinéa, les activités suivantes constituent une manœuvre, une action ou une pratique manipulatrice ou trompeuse lorsqu'elles sont effectuées sur un marché :</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>a) le fait d'effectuer une transaction fictive;</li> <li>b) le fait d'effectuer une transaction sur un titre qui n'a pas pour effet d'opérer un changement dans le droit de propriété effective ou économique sur ce titre;</li> <li>c) le fait d'effectuer, conjointement ou à titre</li> </ol>	<p><b>POLITIQUE 2.2 ACTIVITÉS MANIPULATRICES ET TROMPEUSES</b></p> <p><b>Article 1 - Manœuvre, action ou pratique manipulatrice ou trompeuse</b></p> <p>Il existe un certain nombre d'activités qui, de par leur nature, seront jugées constituer une manœuvre, action ou pratique manipulatrice ou trompeuse. Aux fins de l'alinéa (1) de la règle 2.2 et sans que soit limitée la portée générale de cet alinéa, les activités suivantes constituent une manœuvre, une action ou une pratique manipulatrice ou trompeuse lorsqu'elles sont effectuées sur un marché :</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>d) le fait d'effectuer une transaction fictive;</li> <li>e) le fait d'effectuer une transaction sur un titre qui n'a pas pour effet d'opérer un changement dans le droit de propriété effective ou économique sur ce titre;</li> <li>f) le fait d'effectuer, conjointement ou à titre</li> </ol>



Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
<p>exclusif, des transactions en vue de restreindre la quantité de titres disponibles pour régler des transactions effectuées par d'autres personnes, sauf à des cours et selon des conditions que cette ou ces personnes imposent de façon arbitraire.</p> <p>Si des personnes savent ou devraient raisonnablement savoir qu'elles se livrent ou qu'elles participent à ce type d'activités ou à des activités semblables, ces personnes contreviennent à l'alinéa (1) de la règle 2.2, peu importe si cette manœuvre, action ou pratique crée une apparence fautive ou trompeuse d'activité de négociation, suscite un intérêt à l'égard de l'achat ou de la vente d'un titre ou engendre un cours vendeur, un cours acheteur ou un prix de vente factices visant un titre ou un titre connexe.</p>	<p>exclusif, des transactions en vue de restreindre la quantité de titres disponibles pour régler des transactions effectuées par d'autres personnes, sauf à des cours et selon des conditions que cette ou ces personnes imposent de façon arbitraire<del>+</del>.</p> <p><del>g) acheter un titre en vue de vendre le même nombre ou un autre nombre d'unités du titre ou d'un titre connexe sur un marché à un cours inférieur au cours auquel a été effectuée la dernière vente d'une unité de négociation standard de ce titre indiqué dans un affichage consolidé du marché.</del></p> <p>Si des personnes savent ou devraient raisonnablement savoir qu'elles se livrent ou qu'elles participent à ce type d'activités ou à des activités semblables, ces personnes contreviennent à l'alinéa (1) de la règle 2.2, peu importe si cette manœuvre, action ou pratique crée une apparence fautive ou trompeuse d'activité de négociation, suscite un intérêt à l'égard de l'achat ou de la vente d'un titre ou engendre un cours vendeur, un cours acheteur ou un prix de vente factices visant un titre ou un titre connexe.</p>
<p><b>POLITIQUE 3.1 - RESTRICTIONS APPLICABLES AUX VENTES À DÉCOUVERT</b></p> <p><b>Article 1 - Saisie des ventes à découvert avant l'ouverture</b></p> <p>- abrogé</p>	<p><del><b>POLITIQUE 3.1 - RESTRICTIONS APPLICABLES AUX VENTES À DÉCOUVERT</b></del></p> <p><del><b>Article 1 - Saisie des ventes à découvert avant l'ouverture</b></del></p> <p><del>Avant l'ouverture d'un marché un jour de bourse, une vente à découvert ne peut être saisie sur le marché en question sous forme d'ordre au mieux; elle doit être saisie sous forme d'ordre à cours limité, assorti d'un cours égal ou supérieur au dernier cours vendeur du titre indiqué sur un affichage consolidé du marché (ou égal ou supérieur au cours de clôture de la veille, déduction faite des dividendes ou des distributions si le titre se négocie ex-dividende ou ex-distribution à l'ouverture).</del></p>
<p><b>POLITIQUE 3.1 - RESTRICTIONS APPLICABLES AUX VENTES À DÉCOUVERT</b></p> <p><b>Article 2 - Cours des ventes à découvert sur les titres négociés ex-distribution</b></p> <p>- abrogé</p>	<p><del><b>POLITIQUE 3.1 - RESTRICTIONS APPLICABLES AUX VENTES À DÉCOUVERT</b></del></p> <p><del><b>Article 2 - Cours des ventes à découvert sur les titres négociés ex-distribution</b></del></p> <p><del>Lorsque le montant d'une distribution est retranché du cours d'une transaction précédente, il se peut que le cours du titre se situe entre deux échelons de cotation. (Par exemple, une action à 10 \$ assortie d'un dividende de 0,125 \$ aurait un cours ex-dividende de 9,875 \$. Un ordre de vente à découvert ne pourrait être saisi qu'à 9,87 \$ ou 9,88 \$.) Dans une telle situation, le cours de l'ordre doit être coté au moins au cours supérieur suivant. (Dans l'exemple cité, le cours minimal de la vente à découvert serait de 9,88 \$, soit le cours supérieur suivant le cours ex-dividende de 9,875 \$.)</del></p> <p><del>Dans le cas d'une distribution de titres (autre qu'un fractionnement d'action), la valeur de la distribution ne peut être arrêtée tant que le titre faisant l'objet de la distribution n'a pas</del></p>



Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles surlignées afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
	<p><del>été négocié. (Par exemple, si les actionnaires de la société ABC reçoivent des actions de la société XYZ dans le cadre d'une distribution, il ne peut y avoir de vente à découvert initiale ex-distribution des actions de la société ABC à un cours inférieur à celui de la transaction précédente tant que les actions de la société XYZ n'aurent pas été négociées et leur valeur arrêtée.)</del></p> <p><del>Une fois qu'un titre a été négocié ex-distribution, la règle habituelle en matière de ventes à découvert s'applique et le cours de référence est celui de la transaction précédente.</del></p>



## Annexe « C »

## Rapprochement entre les RUIIM et les modifications proposées et les recommandations de l'OICV sur la réglementation des ventes à découvert

Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
<b>Définition</b>	<b>Le rapport reconnaît que tous les territoires ne réputent pas que les mêmes activités constituent des « ventes à découvert ». Le rapport estime que les « ventes à découvert » constituent la vente d'actions dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment de la vente. Les dispositions aux termes des RUIIM divergent de la manière suivante :</b>	Les dispositions des RUIIM renferment une définition plus large d'une « vente à découvert » que la plupart des territoires, y compris les États-Unis. En conséquence, le nombre de ventes à découvert sera plus élevé au Canada que ce ne serait le cas si la définition des États-Unis s'appliquait. Au Canada, cela signifie que la personne qui réalise la vente doit généralement avoir une « attente raisonnable » de règlement au moment de la vente. Aux États-Unis, les ventes sont traitées comme provenant d'une « position acheteur » même dans les cas où l'échec du règlement est envisagé au moment de la vente.	
	Propriété des titres sous réserve d'une restriction applicable à la revente imposée par la loi sur les valeurs mobilières ou un marché	La vente d'un titre sous réserve d'une restriction applicable à la revente constitue une vente à découvert et le vendeur doit avoir une « attente raisonnable » d'être en mesure de régler au moment de la vente.	Aux États-Unis, la vente de certains titres « restreints » est réputée constituer une vente à partir d'une position acheteur. Même aux termes de la règle dite Rule 204 du règlement dit Regulation SHO, un courtier bénéficie d'une période supplémentaire de 36 jours après l'échec afin de dénouer la position découlant de la vente de certains titres « restreints ».
	Interprétation de l'« exercice » d'une option, d'un droit ou d'un bon de souscription	Le porteur d'une option, d'un droit ou d'un bon de souscription doit avoir pris toutes les mesures en vue d'« exercer » l'option, le droit ou le bon de souscription, y compris le paiement d'argent avant que la personne soit considérée détenir une « position acheteur ». Des dispositions semblables s'appliquent lorsqu'une personne doit acquérir des titres	Aux États-Unis, la pratique veut que les titres qui sont visés par une option puissent être vendus sur le marché à partir d'une position « acheteur » et le produit de la vente sert à acquitter les titres.

Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 66 des transactions échouées



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
		en conséquence d'une « remise d'actions en réponse à une offre » ou d'une « conversion ».	
	Titres « non disponibles » jusqu'à ce que la date de règlement soit échue	Si les titres, dans le cours ordinaire, ne seraient pas disponibles avant que la date de règlement prévue soit échue, la transaction constitue une vente à découvert et le vendeur doit avoir une « attente raisonnable » d'être en mesure de régler au moment de la vente.	Les restrictions supplémentaires au Canada qui s'appliquent avant qu'une personne ne soit réputée détenir une position « acheteur » augmentent la proportion des ventes à découvert et exigent que le <i>participant</i> prenne des dispositions en vue d'avoir une « attente raisonnable » d'être en mesure de régler. Même aux termes de la règle dite Rule 204, un courtier aux États-Unis dispose d'un délai supplémentaire de 3 jours après l'échec afin de dénouer la position découlant de la vente de titres « non disponibles ».
<b>Principe n° 1</b>	<b>[TRADUCTION] Les activités de ventes à découvert devraient être assujetties à des contrôles convenables en vue de réduire ou de réduire au minimum les risques éventuels qui pourraient toucher le fonctionnement ordonné et efficace ainsi que la stabilité des marchés financiers.</b>		
3.7	« [TRADUCTION] Une discipline efficace à l'égard du règlement des opérations de vente à découvert constitue le premier pilier d'un régime efficace encadrant les ventes à découvert. »	Si une vente à découvert est réalisée sans « attente raisonnable » de règlement, les RUIIM prévoient que la transaction constitue une activité manipulatrice et trompeuse qui est contraire à la Règle 2.2 des RUIIM.	Les études menées par l'OCRCVM ont démontré qu'au Canada une vente à découvert était considérablement moins susceptible d'échouer que les transactions provenant de positions acheteur en règle générale. En partie, ce résultat est attribuable au fait que les ventes à découvert sont concentrées dans les catégories de titres qui ont les taux d'échec les plus faibles parmi les opérations (soit les titres de participation de sociétés à grande capitalisation cotées en bourse). Traditionnellement, les taux d'échec au Canada ont été inférieurs à ceux aux États-Unis. La mise en œuvre de la règle dite Rule 204 a

**Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 67 des transactions échouées**



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
			considérablement réduit les taux d'échec des opérations aux États-Unis à tel point que les taux aux États-Unis pourraient maintenant être inférieurs aux taux d'échec qui ont cours au Canada. Cependant, les études menées par l'OCRCVM ont constaté que les taux d'échec divergeaient considérablement d'un titre à l'autre. Les titres de « sociétés à faible capitalisation » étaient, par exemple, jugés avoir les taux les plus élevés. L'augmentation de la proportion des opérations à l'égard des titres de sociétés à faible capitalisation depuis le début de 2009 a entraîné des taux d'échec globaux légèrement supérieurs au Canada, sans modifier les tendances sous-jacentes.
3.13	Dans certains territoires, le règlement des transactions échouées se réalise au moyen de dispositions de rachat forcé ou de dénouement. Sur certains marchés, le processus est lancé soit par le système de règlement des valeurs mobilières soit par l'acheteur qui n'a pas reçu les titres. Certains marchés imposent une sanction pécuniaire.	CDS s'est dotée de dispositions de « rachat forcé », lesquelles, si elles sont invoquées par l'acheteur qui n'a pas reçu les titres, sont obligatoires en ce qui concerne le courtier en défaut.	Ainsi qu'il est indiqué dans les études menées par l'OCRCVM, le nombre de transactions exécutées sur les marchés a augmenté de façon considérable au cours de la période de trois ans - de mai 2007 à avril 2010 -, passant d'environ 10 000 000 de transactions par mois à presque 30 000 000 de transactions tandis que le nombre d'avis initiaux de rachat forcé reçus par CDS dans le cadre de transactions échouées est demeuré relativement constant, soit dans la fourchette de 30 000 à 40 000 avis par mois. Les études menées par l'OCRCVM ont également indiqué que la majorité des transactions échouées découlaient d'une « erreur administrative » et étaient facilement réglées. Pour cette raison, une exigence de dénouement « ferme » a pour effet de répercuter le coût sur les courtiers qui ont omis de régler pour des raisons « innocentes ».  Une proposition envisagée par l'OCRCVM consistait à mettre en œuvre un « prélèvement

**Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 68 des transactions échouées**



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
			sur le capital » imputé au courtier qui a omis de recevoir le titre, ce qui agirait comme mesure incitative pour que ce courtier exerce ses droits de rachat forcé. Une autre option envisagée était la mise en œuvre d'une sanction administrative qui serait imposée au courtier qui a manqué de livrer les titres. Ni l'une ni l'autre des options n'a été retenue compte tenu des motifs de l'échec de règlement et des taux d'échec. L'OCRCVM était d'avis que, si les tendances sous-jacentes des transactions échouées au Canada donnaient signe d'augmentation, une « pénalité » simplifiée constituerait l'option à privilégier mais il serait peut-être également envisagé d'imputer un « prélèvement sur le capital » dans l'un des sens ou dans les deux sens de la transaction échouée.
3.14	Encourage l'adoption de la norme T+3 comme étant le cycle de règlement normalisé.	T+3 constitue le cycle de règlement normalisé prévu aux termes des RUIIM.	Les études menées par l'OCRCVM ont indiqué que les transactions qui sont assorties de « conditions spéciales », y compris celles qui se rapportent au règlement, sont davantage susceptibles d'échouer sur le plan du règlement que ne le sont les transactions « ordinaires ».
3.16	Afin d'appuyer le « règlement rigoureux », les autorités de réglementation pourraient adopter des critères d'admissibilité à l'égard des titres admissibles à une vente à découvert, des obligations d'emprunt préalable ou de « localisation », des restrictions quant au cours ou le « signalement », selon ce qui s'impose pour les marchés individuels.	Aux termes des RUIIM, toutes les ventes à découvert doivent être « désignées » (soit comme vente « à découvert » assujettie à des restrictions quant au cours soit comme « vente à découvert dispensée »). Les RUIIM prévoient présentement qu'un titre peut être désigné comme « titre inadmissible à une vente à découvert » (ce qui interdit toute vente à découvert du titre déterminé sous réserve de certaines exceptions énumérées). Sauf s'il est désigné comme « titre inadmissible à une vente à découvert », le titre peut être vendu à	Compte tenu des taux historiques de transactions échouées, les études menées par l'OCRCVM ont appuyé la conclusion comme quoi les obligations générales se rapportant à l'« emprunt préalable » ou à la « localisation » des titres n'étaient pas justifiées dans le contexte canadien. Aux termes des modifications proposées, l'OCRCVM propose d'imposer une obligation d'emprunt préalable à l'égard des ventes à découvert mais son application serait limitée aux personnes qui ont exécuté une « transaction échouée sur

**Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 69 des transactions échouées**



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
		découvert.	<p>une période prolongée » à l'égard de tout titre (c.-à-d., une transaction échouée qui a duré pendant 10 jours après la date de règlement prévue) ou à l'égard de titres ayant subi des augmentations des taux de transaction échouées et d'activité de ventes à découvert.</p> <p>Même si l'OCRCVM se propose d'aller de l'avant avec l'abrogation des restrictions quant au cours à l'égard des ventes à découvert, l'OCRCVM propose que la désignation existante d'ordre « à découvert dispensé » soit utilisée afin de signaler l'achat ou la vente d'un titre par un compte qui est actif à l'égard du titre mais qui, essentiellement, dans le cours ordinaire, cherche à détenir des positions « ni acheteur ni vendeur » à l'égard d'un titre déterminé à la fin de chaque jour de bourse (par exemple un compte d'arbitrage, les teneurs du marché, les courtiers en lots irréguliers et les négociateurs à fréquence élevée). Ceci simplifierait la désignation des ordres pour certains comptes et écarterait « le superflu » de la surveillance par l'OCRCVM de l'activité de ventes à découvert. (L'OCRCVM serait également en position de surveiller l'activité relative d'achat et de vente des comptes « dispensés de la mention à découvert » à l'égard d'un titre déterminé tout au long d'un jour de bourse.)</p>
<b>Principe n° 2</b>	<b>[TRADUCTION] Les ventes à découvert devraient être assujetties à un régime de déclaration qui fournit des renseignements en temps opportun au marché ou aux autorités du marché.</b>		
3.17	Afin d'assurer une déclaration « améliorée et utile », il y aurait	Les RUIIM exigent actuellement la désignation de toutes les ventes à découvert et cette	L'OCRCVM souhaiterait mettre en œuvre des résumés d'opérations à l'égard des ventes à

**Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 70 des transactions échouées**





Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
	lieu d'envisager la déclaration de renseignements sur les ventes à découvert au marché (ou à tout le moins aux autorités du marché).	désignation est affichée à l'OCRCVM mais n'est pas incluse dans l'affichage public.	découvert visant des titres déterminés (regroupés selon l'activité de négociation sur tous les marchés qui négocient le titre). L'un des objectifs de la fourniture de ces renseignements consiste à démontrer au public des épargnants qu'il existe des tendances établies à l'égard de différentes catégories de titres (p. ex. ceux qui sont inclus dans un indice dans lequel on peut investir, les participations sous-jacentes à une option cotée en bourse, ceux qui sont intercotés avec des marchés à l'extérieur du Canada). Ces tendances sont le reflet d'activités de couverture, d'arbitrage et de tenue du marché, le tout combiné au profil de liquidité du titre déterminé. L'OCRCVM espère être en position, d'ici la date de mise en œuvre des modifications proposées, afin de fournir ces relevés publiquement de façon bihebdomadaire. L'OCRCVM continue à encourager les marchés à fournir publiquement les renseignements de manière plus fréquente et idéalement dans le cadre d'un relevé consolidé.
3.19	Il y a lieu de reconnaître que les renseignements portant sur les ventes à découvert peuvent induire le marché en erreur et exposer le vendeur à une « flambée involontaire du cours de titres à découvert ».	La tentative de « s'accaparer » le marché afin d'avoir une incidence sur une flambée involontaire de titres à découvert est présentement reconnue comme constituant une activité manipulatrice et trompeuse qui est interdite aux termes des RUIIM.	L'OCRCVM estime que l'élément important dans le cadre des données sur les ventes à découvert est la tendance sous-jacente. Les renseignements quotidiens à l'égard d'un titre déterminé peuvent être déformés en raison de l'incidence d'un faible nombre de transactions, particulièrement à l'égard des titres ayant une liquidité restreinte ou une volatilité élevée. L'OCRCVM continue à croire que les indicateurs d'une « vente à découvert » et d'un ordre « dispensé de la mention à découvert » ne devraient pas être inclus dans l'affichage public des ordres mais devraient continuer à être accessibles à l'OCRCVM en temps réel.

**Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 71 des transactions échouées**



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
3.22	Le système de déclaration pourrait être fondé sur le « signalement » ou une « position à découvert », sinon être un régime complet qui adopte les deux modèles.	L'OCRCVM continue à favoriser la mise en œuvre de résumés d'opérations en fonction de ventes à découvert « désignées ». Les RUIIM exigent que les <i>participants</i> et les <i>personnes ayant droit d'accès</i> déposent des relevés des positions à découvert de manière bihebdomadaire.	En 2007, l'OCRCVM s'était proposé d'abroger l'obligation de déposer des relevés des positions à découvert, laquelle mesure entrerait en vigueur après la mise en œuvre d'une « mesure de rechange convenable » (p. ex. les relevés sommaires de négociation portant sur les ventes à découvert). L'OCRCVM retire l'abrogation proposée. Même si le Relevé consolidé des positions à découvert est « défectueux », relativement coûteux et onéreux à compiler, l'OCRCVM reconnaît que les relevés constituent une source de renseignements ayant des antécédents établis. Pour ce motif, les résumés de négociation proposés des « ventes à découvert » à l'égard de chaque titre coté en bourse seraient fournis de manière bihebdomadaire afin de coïncider avec la période de déclaration des Relevés consolidés des positions à découvert.
3.23.1	Une déclaration qui exclut les instruments dérivés pourrait ne pas donner une image complète et « [TRADUCTION] provoquer une migration des activités de négociation vers le marché des dérivés ».	Les RUIIM n'exigent pas que des renseignements sur les positions sur dérivés soient inclus dans le relevé des positions à découvert.	Les renseignements sur la participation existante visant des instruments dérivés inscrits à la cote sont déjà disponibles au public. L'OCRCVM reconnaît qu'il n'existe aucune source de renseignements sur les positions visées par des instruments dérivés hors cote.

*Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 72 des transactions échouées*



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
3.23.2	L'inclusion d'instruments dérivés augmenterait la complexité et serait assortie de questions pratiques associées à la collecte des données sur les instruments dérivés. Recommande l'évaluation de la mise en équilibre des difficultés et des avantages.	Les RUIIM dispensent présentement de l'exécution sur un marché les opérations liées à la levée d'une option ou à une autre opération sur dérivés.	La CVMO et les ACVM ont envisagé des propositions en vue de remplacer le <i>Canadian Unlisted Board</i> par un régime de déclaration national des opérations davantage exhaustif. L'OCRCVM a indiqué qu'une telle mesure, si l'OCRCVM devait agir en qualité d'administrateur, pourrait être combinée à une déclaration davantage exhaustive des transactions visant des titres inscrits qui ont été exécutées hors marché (y compris l'exercice d'instruments dérivés sur le marché hors cote ou au moyen d'une exécution à l'extérieur du Canada qui n'a pas été déclarée dans ce territoire étranger). L'OCRCVM ne s'attend pas à ce que cette mesure fasse l'objet d'un suivi dynamique dans un avenir prévisible.
3.23.3	Recommande la prise en compte de l'objectif et l'utilisation de données recueillies afin de décider si la déclaration de positions à découvert est davantage convenable sur une base brute ou nette.	Les RUIIM exigent la déclaration de positions à découvert sur une base brute.	
3.23.5	Le niveau de déclenchement pour la déclaration et la fréquence de déclaration doit mettre en équilibre les coûts de la conformité et la fourniture de renseignements utiles en vue de « [TRADUCTION] réduire le risque de pratiques manipulatrices et autres pratiques de négociation déloyales ».	Les RUIIM n'exigent pas une déclaration au niveau du « détenteur ». Au besoin, ces renseignements sont obtenus du courtier qui fournit le relevé des positions à découvert.	Le relevé consolidé des positions à découvert ne s'est pas avéré un outil utile pour la surveillance ou à des fins d'enquête. Le rajout d'obligations supplémentaires au niveau du compte ne fournirait pas des renseignements qui sont davantage opportuns ou utiles que l'amélioration des renseignements disponibles au moyen de la surveillance de transactions « désignées » en temps réel et dans le cadre d'une analyse postérieure aux opérations. L'OCRCVM a, depuis avril 2007, une proposition en cours qui exigerait que l'identificateur unique de chaque client ayant un accès direct au marché (« ADM ») soit inclus avec chaque

**Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 73 des transactions échouées**



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
			<p>ordre, y compris les ventes à découvert. Cette proposition rendrait officielle la pratique adoptée par les marchés qui exige que le compte ADM soit précisé sur l'ordre. L'inclusion de renseignements provenant du compte ADM permet la surveillance en temps réel de l'activité au niveau du compte de comptes institutionnels à l'égard de l'ensemble des exigences et obligations et non seulement à l'égard des ventes à découvert. Il existe également une base de données complète en vue de l'analyse postérieure aux opérations. De l'avis de l'OCRCVM, la surveillance des ventes à découvert devrait être intégrée aux systèmes de surveillance qui contrôlent déjà les mouvements de cours ou de volume anormaux à l'égard d'un titre déterminé en temps réel. En particulier, l'OCRCVM élabore une alerte qui examinera les augmentations du taux de ventes à découvert de concert avec les chutes des cours. L'alerte permettra de cerner en temps réel des situations qui peuvent nécessiter la prise de mesures réglementaires supplémentaires (y compris la désignation possible du titre comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » ou « titre inadmissible à une vente à découvert »).</p>

*Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* 74



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
3.23.6	Il se peut que les facteurs de déclenchement et les seuils doivent être peaufinés au fur et à mesure que de l'expérience est acquise à ce sujet.	s.o.	Les seuils et les facteurs de déclenchement proposés ou adoptés dans d'autres territoires ne tiennent pas compte des tendances divergentes des ventes à découvert ou positions à découvert entre les marchés et les catégories de titres. Par exemple, le seuil le plus courant qui est proposé est déclenché si la position à découvert d'une personne dépasse 0,25 % du capital-actions émis de l'émetteur. Par voie de comparaison, au mois de mars 2009, la position à découvert moyenne visant un titre inscrit à la cote de la Bourse de croissance TSX était de 0,010 % du capital émis.
3.23.7	La déclaration devrait être faite dès que possible.	s.o.	Les études menées par l'OCRCVM ont indiqué que la vente à découvert ne constitue pas un facteur qui contribue considérablement à la chute des cours sur le marché canadien, même au cours de périodes de chute rapide des cours, par exemple durant la deuxième moitié de 2008. En réalité, les ventes à découvert et les positions à découvert ont chuté de façon importante pendant cette période particulièrement à l'égard de titres de « sociétés à faible capitalisation » qui étaient perçues comme étant les plus vulnérables aux ventes à découvert abusives.

*Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* 75



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
3.23.8	La déclaration devrait être faite par le « détenteur » de la position à découvert (puisque les courtiers pourraient ne pas posséder des renseignements complets) mais il est reconnu que les autorités pourraient ne pas avoir compétence à l'égard du détenteur « en fin de compte ».	s.o.	La compétence de l'OCRCVM se limite aux <i>participants</i> et aux <i>personnes ayant droit d'accès</i> et n'englobe pas les épargnants. Toutefois, l'OCRCVM continue à croire que l'outil le plus efficace afin d'éviter les ventes à découvert abusives consiste à surveiller l'activité de négociation en temps réel, de sorte qu'une activité abusive puisse être décelée rapidement et qu'une mesure réglementaire puisse être prise, au besoin, en temps opportun.
3.25	Étant donné que les courtiers sont responsables du « signalement », il peut être plus facile de surveiller la conformité en matière de signalement des ventes à découvert plutôt que la déclaration de positions à découvert.	Les examens du pupitre de la négociation et les vérifications des <i>participants</i> surveillent la conformité aux obligations de « désignation » et de « déclaration des positions à découvert ».	La déclaration au niveau du « détenteur » n'est en réalité pertinente que si l'activité de ventes à découvert est d'une telle nature ou ampleur qu'elle a une incidence sur les cours. Si une telle incidence est observée, les renseignements au niveau du compte peuvent être exigés du <i>participant</i> .
3.26	Le signalement peut ne pas aider à évaluer les positions à découvert existantes ou des positions individuelles importantes.	s.o. Les RUIIM exigent présentement de chaque courtier qu'il prépare un relevé des positions à découvert qui est regroupé avec les autres relevés dans le Relevé consolidé des positions à découvert.	La faculté de l'OCRCVM de préciser les clients institutionnels ADM sur les ordres constitue un facteur important afin de créer une surveillance en temps réel et de pouvoir d'établir les tendances de négociation. L'OCRCVM se propose de retirer sa proposition visant à abroger le relevé des positions à découvert. Ainsi, l'OCRCVM sera en mesure de surveiller l'évolution des positions à découvert visant des titres déterminés puis de compléter ces données en puisant des renseignements dans les relevés des opérations.
<b>Principe n° 3</b>	<b>[TRADUCTION] Les ventes à découvert devraient être assujetties à un mécanisme efficace de conformité et d'application.</b>		
3.28	Est d'avis que la mise en place d'un	Les RUIIM rendent le <i>participant</i> responsable du	L'OCRCVM surveille les taux de transactions

Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 76 des transactions échouées



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
	règlement rigoureux des transactions échouées « [TRADUCTION] constitue l'un des piliers du régime réglementaire encadrant les ventes à découvert ». La surveillance régulière et les inspections des échecs de règlement sont importantes, particulièrement en ce qui concerne les maisons de courtage qui sont fréquemment en défaut de remettre les titres.	règlement de chaque transaction et prévoient qu'il doit avoir une « attente raisonnable » de règlement au moment de la saisie de l'ordre.  Les RUIIM exigent que les <i>participants</i> fassent une déclaration à l'égard des positions qui n'ont pas été rectifiées dans les 10 jours suivant la date de règlement prévue.	échouées en règle générale, en fonction des renseignements fournis par CDS. CDS et la CVMO élaborent une base de données des relevés quotidiens initiaux des transactions échouées qui mettent en cause les installations de règlement net continu de CDS. L'accès à cette base de données permettrait à l'OCRCVM d'établir, à l'occasion, les tendances d'échec parmi les <i>participants</i> et les titres. L'OCRCVM sera également en mesure d'établir les tendances à l'égard de « transactions échouées sur une période prolongée » en fonction des relevés déposés auprès de l'OCRCVM concernant ces positions et leur résolution. L'OCRCVM a fixé au 1 <sup>er</sup> juin 2011 la date de mise en œuvre du système de « déclaration des transactions échouées sur une période prolongée » (autres que les transactions qui ont recours au système de règlement « Trade-for-Trade » auprès de CDS, qui sera mis en œuvre à une date ultérieure).
3.30	Lorsqu'il existe un régime de « signalement », les parties en cause devraient être tenues de conserver des livres et registres des ventes à découvert pendant une durée de temps suffisante.	Les RUIIM exigent que les renseignements quant aux ordres soient conservés pendant un délai de sept ans et, au cours des deux premières années, ils doivent l'être dans un « emplacement facilement accessible ».	Les exigences des RUIIM complètent celles de la Norme canadienne 23-101 qui traite de la conservation des renseignements quant aux ordres et aux transactions qui ne sont pas par ailleurs visés par les RUIIM (p. ex. les ordres et les transactions qui portent sur les instruments dérivés).
3.31	Encourage l'établissement d'un mécanisme en vue d'analyser les renseignements obtenus du signalement ou de la déclaration de positions à découvert afin de cerner les abus éventuels du marché et le risque systémique.		Historiquement, l'OCRCVM a analysé les données concernant les ventes à découvert afin d'établir des tendances et a périodiquement fourni les résultats de cette analyse aux autorités en valeurs mobilières et publié des parties pertinentes des données dans des relevés.  L'OCRCVM mettra en œuvre une nouvelle alerte afin de signaler une combinaison d'un mouvement

**Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 77 des transactions échouées**



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
			<p>des cours et une évolution des tendances des ventes à découvert. Un agent de surveillance sera alors en mesure d'établir en temps réel si des ventes à découvert abusives contribuent à une chute considérable des cours à l'égard d'un titre déterminé.</p> <p>L'OCRCVM s'est doté d'une politique sur les cours « déraisonnables » aux termes de laquelle l'OCRCVM peut procéder à une « intervention réglementaire » s'il y a des opérations déraisonnables ou des négociations qui ne sont pas conformes aux RUIIM. L'OCRCVM se propose de rendre la politique encadrant l'intervention réglementaire davantage transparente pour le public au moyen de la publication d'une orientation. La politique sur l'intervention réglementaire est à la fois générale et exhaustive et est déclenchée par un mouvement « inexplicé » des cours et non seulement un déclin du cours découlant d'une activité de ventes à découvert.</p>
<b>Principe n° 4</b>	<b>[TRADUCTION] La réglementation des ventes à découvert devrait permettre des exceptions indiquées à l'égard de certains types de transactions, et ce, en vue de garantir le fonctionnement et l'évolution efficaces du marché.</b>		

Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées 78





Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
3.37	Le régime de réglementation des ventes à découvert ne devrait pas « [TRADUCTION] enrayer des activités légitimes de ventes à découvert ».		En fonction des études et de la surveillance effectuées par l'OCRCVM il semblerait que les abus perçus qui se sont manifestés dans d'autres territoires n'étaient pas présents sur le marché canadien. L'OCRCVM est, par conséquent, réticent à proposer des fardeaux administratifs et réglementaires supplémentaires afin d'aborder des problèmes qui n'existent pas actuellement. L'OCRCVM reconnaît qu'il doit continuer à surveiller l'activité de négociation et être en mesure de réagir (soit de son propre chef ou de concert avec les ACVM, CDS et (ou) d'autres marchés) si de tels problèmes devaient se manifester dans le contexte canadien.
3.38	Il devrait exister des dispenses convenables à l'égard de la couverture, de la tenue du marché et de l'arbitrage. Il est suggéré que l'on envisage si les transactions échouées découlant d'activités de tenue du marché devraient bénéficier d'un délai de règlement supplémentaire ou être dispensées des restrictions quant au cours.	Les RUIIM prévoient des exceptions aux restrictions quant au cours à l'égard des ventes à découvert pour les activités de couverture, de tenue du marché et d'arbitrage. Des dispenses supplémentaires sont prévues à l'égard de certains types d'ordres hors des circuits habituels, relativement aux fonds négociés en bourse et afin de respecter les obligations d'interversion imposées aux termes des règles sur l'obtention du « meilleur cours » aux termes des RUIIM. Des exceptions comparables (sauf pour les ordres hors des circuits habituels) s'appliquent à la faculté de réaliser une vente à découvert d'un titre inadmissible à une vente à découvert.	
3.39	Même si les activités dispensées se doivent peut-être d'être visées par une déclaration aux autorités de réglementation, il y a lieu d'envisager de prévoir des dispenses de la « communication au public » afin	Aux termes des RUIIM, les « désignations » de ventes à découvert ne doivent pas être incluses dans l'affichage public. Cependant, toutes les « désignations » sont visibles à l'OCRCVM dans le cadre de ses activités de surveillance.	Aux termes des modifications proposées, l'OCRCVM propose une désignation distincte aux fins de « signalement » à l'égard de l'achat ou de la vente par un compte qui, dans le cours ordinaire, ne « détient pas de position » (par exemple les teneurs du marché, les

**Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 79 des transactions échouées**



Principe / article du rapport de l'OICV	Recommandations déterminées	Description des dispositions des RUIIM	
		Dispositions existantes	Commentaires supplémentaires et propositions suggérées
	de protéger les intérêts des parties qui se livrent à l'activité.		arbitragistes et certains comptes institutionnels qui adoptent une stratégie « neutre sur le plan directionnel » dans le cadre de la négociation de titres. Cette catégorie distincte permettrait à l'OCRCVM de surveiller les activités de négociation de ce groupe de personnes à part de l'activité traditionnelle de ventes à découvert. Cette désignation distincte à l'égard des « ordres dispensés de la mention à découvert » ne serait pas accessible au public.
3.40	Des dispenses devraient être clairement définies (particulièrement à l'égard des activités de « tenue du marché » et de « couverture »).	Les RUIIM définissent les <i>obligations du teneur de marché</i> en renvoyant aux règles de la bourse. Les RUIIM ne fournissent pas d'exceptions pour les teneurs de marché « officieux ». Les activités de couverture se limitent au teneur du marché des « instruments dérivés » reconnus et aux transactions déclenchées « par ordinateur » selon la définition des règles de la bourse.	L'OCRCVM se propose présentement de remplacer la définition d'« obligation du teneur de marché » par une nouvelle expression définie, soit les <i>obligations de négociation sur un marché</i> , laquelle a été élargie afin de tenir compte des obligations relatives aux lots irréguliers et aux autres obligations de négociation imposées aux termes d'un contrat intervenu entre les marchés et leurs membres ou utilisateurs.

Avis de l'OCRCVM 11-0075 - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et 80 des transactions échouées

### 7.3.2 Publication

Aucune information