

# 7.

## Bourses, chambres de compensation, organismes d'autoréglementation et autres entités réglementées

---

- 7.1 Avis et communiqués
  - 7.2 Réglementation de l'Autorité
  - 7.3 Réglementation des bourses, des chambres de compensation, des OAR et d'autres entités réglementées
  - 7.4 Autres consultations
  - 7.5 Autres décisions
-

## 7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

### **Avis de publication**

Avis de consultation conjoint 23-312 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières : Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées.

(Voir texte publié ci-dessous)

## **Avis de consultation conjoint 23-312 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières**

### **Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées**

#### **1. Introduction**

Au cours des dernières années, de nombreuses interventions ont eu lieu au niveau international dans le domaine de la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées. Un groupe de travail (le « groupe de travail ») formé de membres du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) a fait le suivi de ces interventions et analysé les mesures réglementaires adoptées en réaction aux problèmes soulevés par les ventes à découvert et les transactions échouées.

Dans la foulée de cette analyse, le groupe de travail publie le présent avis conjoint des ACVM et de l'OCRCVM (l'« avis conjoint ») pour recueillir des commentaires sur certains aspects des mesures à prendre en matière d'information et de transparence relativement aux ventes à découvert et aux transactions échouées au Canada.

#### **2. Démarche du groupe de travail**

Le groupe de travail aborde les questions par étapes. La première a consisté dans la publication, par l'OCRCVM, d'un avis (l'« avis de l'OCRCVM ») visant à recueillir les commentaires du public sur certaines modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) relatives aux ventes à découvert et aux transactions échouées (les « modifications des RUIM »)<sup>1</sup>. Les autorités de reconnaissance membres des ACVM ont approuvé les modifications des RUIM avec quelques révisions mineures, et l'OCRCVM publie, parallèlement au présent avis conjoint, un avis d'approbation comprenant le résumé des commentaires qu'il a reçus<sup>2</sup>. On trouvera un résumé des modifications des RUIM à l'Annexe C du présent avis.

L'avis de l'OCRCVM décrivait également les démarches que cet organisme envisageait pour améliorer la transparence des ventes à découvert et des transactions échouées, ce qui correspond à la deuxième étape. Le présent avis conjoint vient compléter l'analyse et les propositions contenues dans l'avis de l'OCRCVM mais n'a pas pour objet de revenir sur les modifications des RUIM.

Le groupe de travail étudie d'autres questions soulevées par les ventes à découvert et les transactions échouées qui pourraient être traitées dans de futurs avis. Bien que le présent avis conjoint vise à recueillir des commentaires sur l'introduction de la transparence des transactions échouées, le groupe de travail examine les questions relatives au règlement des opérations dans une optique plus globale. Il attend notamment que l'OCRCVM ait acquis davantage d'expérience à l'égard de l'obligation faite aux participants<sup>3</sup> depuis le 1<sup>er</sup> juin 2011 de déclarer les transactions échouées qui n'ont pas été rectifiées dans les dix jours suivant la date de règlement (décrite au paragraphe *iii* de la section 4 du présent avis).

<sup>1</sup> *Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis sur les règles – Avis de consultation – RUIM – Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011).

<sup>2</sup> On peut consulter les mémoires (en anglais) sur le site Web de l'OCRCVM, au <http://docs.iirc.ca/CommentsReceived.aspx?DocumentID=09B964F0FD814123AD04640B2F04A012&LinkID=766&Language=fr>. On trouvera un résumé des commentaires accompagné des réponses de l'OCRCVM dans l'*Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis sur les règles – Avis d'approbation – RUIM – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (2 mars 2012).

<sup>3</sup> Selon la règle 1.1 des RUIM, un « participant » s'entend d'un courtier qui est membre d'une bourse, utilisateur d'un système de cotation et de déclaration d'opérations ou adhérent d'un système de négociation parallèle (SNP), et une « personne ayant droit d'accès », d'une personne autre qu'un participant qui est soit un adhérent, soit un utilisateur.

### 3. Structure du présent avis

La section 4 du présent avis conjoint expose les discussions et les questions du groupe de travail. Le groupe de travail a étudié les réponses aux questions posées dans l'avis de l'OCRCVM. Il souhaite recueillir auprès des intervenants de plus amples commentaires sur diverses autres façons d'améliorer l'information sur les ventes à découvert et de communiquer certains renseignements sur les transactions échouées.

Pour aider les intervenants à comprendre nos discussions et à répondre aux questions de la section 4, nous avons fourni dans les annexes du présent avis des renseignements contextuels sur les points suivants :

- Annexe A – Contexte des ventes à découvert et des transactions échouées, y compris les dispositions réglementaires qui s'y appliquent actuellement au Canada;
- Annexe B – Certaines interventions au niveau international en matière de réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées, y compris un projet mené en 2009 par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV);
- Annexe C – Survol des modifications des RUIIM et des autres mesures décrites dans l'Avis de l'OCRCVM.

### 4. Points soumis à la consultation

Le groupe de travail estime que le régime réglementaire canadien applicable aux ventes à découvert est, de manière générale, conforme aux quatre principes de l'OICV pour une réglementation efficace des ventes à découvert (un résumé du régime réglementaire canadien figure à l'Annexe A, et un résumé des principes de l'OICV, à l'Annexe B). Il est cependant d'avis qu'il conviendrait peut-être de prendre des mesures supplémentaires pour, d'une part, améliorer la déclaration réglementaire et la transparence des ventes à découvert et, d'autre part, introduire une certaine transparence des transactions échouées sur nos marchés.

Les modifications des RUIIM contribueront à des améliorations sur ces points, mais le groupe de travail demande aux intervenants de lui indiquer si des mesures supplémentaires sont souhaitables ou nécessaires. Il fait également remarquer que les pouvoirs de réglementation de l'OCRCVM sont limités aux opérations réalisées par les participants et les personnes ayant droit d'accès. C'est pourquoi une intervention réglementaire des ACVM pourrait s'imposer si des mesures de plus grande portée étaient requises.

Les événements survenus durant la crise financière de fin 2008 ont soulevé la question de savoir si une transparence accrue des ventes à découvert améliorerait la réglementation des valeurs mobilières. Le groupe de travail estime cependant qu'il faut, dans le contexte canadien, réaliser un juste équilibre entre les avantages et les coûts potentiels de la transparence des ventes à découvert, et il invite les intervenants à lui donner leur opinion sur les meilleurs moyens d'y parvenir.

#### *i) Données consolidées de l'OCRCVM sur les ventes à découvert*

Comme l'avis de l'OCRCVM l'indique, l'OCRCVM propose la publication d'un relevé bimensuel des ventes à découvert qui indique ce que ces ventes représentent par rapport au volume d'activité global sur un titre en particulier et qui est établi à partir des données recueillies sur tous les marchés supervisés par l'OCRCVM sur les opérations désignées comme « vente à découvert » (nombre, volume et valeur). Cette information complètera le rapport consolidé sur les positions à découvert et correspondra au cycle de déclaration des positions à découvert prévu par les RUIIM. Bien que ce rapport soit produit deux fois par mois et indique le total des positions à découvert dans les registres des courtiers les premier et quinzième jours du mois, le relevé des ventes à découvert de l'OCRCVM indique le nombre, la valeur et le volume des ventes à découvert de chaque

titre par rapport à l'ensemble des opérations sur tous les marchés pendant cette période. Le relevé des ventes à découvert exprime aussi le nombre, la valeur et le volume des ventes à découvert de chaque titre en pourcentage des opérations sur ce titre pendant la période. L'OCRCVM compte introduire le relevé bimensuel des ventes à découvert après l'entrée en vigueur des modifications des RUIIM, le 1<sup>er</sup> septembre 2012.

Lors de l'entrée en vigueur des modifications des RUIIM, le régime de désignation des ventes à découvert sera modifié pour supprimer le « bruit » inutile dans les données transmises. Divers comptes qui, dans le cours normal, ne prennent pas de position « directionnelle » lorsqu'ils font une vente à découvert seront tenus de désigner les ordres comme « ordres dispensés de la mention à découvert » plutôt que comme « ordres à découvert »<sup>4</sup>. Étant donné que ces comptes ne savent pas, lors de la saisie des ordres, s'ils seront en position acheteur ou vendeur au moment de l'exécution, ils désignent tous les ordres de vente comme « ordres à découvert ». En utilisant une désignation différente pour ces comptes, le registre des ordres désignés comme « ordres à découvert » indiquera les ordres qui prennent une position directionnelle (c'est-à-dire les véritables ventes à découvert).

Les ordres qui sont désignés comme « dispensés de la mention à découvert » ne figureront pas dans le relevé bimensuel des ventes à découvert. La désignation « dispensé de la mention à découvert » serait appliquée à tous les ordres de ces comptes, dont les achats, les ventes provenant de positions acheteur et les ventes provenant de positions vendeur.

**Question 1 : Selon vous, faudrait-il publier plus fréquemment des relevés consolidés des ventes à découvert? Dans l'affirmative, à quelle fréquence (par exemple, hebdomadaire, quotidienne)? Quels seraient les coûts et les avantages de la publication de ces renseignements pour les émetteurs, les investisseurs et les participants? Veuillez motiver votre réponse.**

**Question 2 : Outre le relevé consolidé bimensuel (ou plus fréquent) des ventes à découvert, faudrait-il publier les données sur chaque vente à découvert de façon anonyme? Le cas échéant, faudrait-il différer la publication (par exemple, d'un jour, d'un mois, etc.)? Quels seraient les coûts et les avantages de la publication de ces renseignements pour les participants au marché? Veuillez motiver votre réponse.**

**Question 3 : Faudrait-il mettre à la disposition du public les données sur l'utilisation de la désignation « dispensé de la mention à découvert » relativement aux opérations sur un titre donné? Dans l'affirmative, quelle devrait être la fréquence de publication? Veuillez motiver votre réponse.**

*ii) Communication d'information sur les positions à découvert (à l'organisme de réglementation ou au public)*

Comme nous l'indiquons à l'Annexe A, la position à découvert globale sur chaque titre inscrit à la cote de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX qui figure dans le rapport consolidé sur les ventes à découvert est fournie deux fois par mois à l'OCRCVM, lequel a accès à l'information présentée par chaque courtier. À l'heure actuelle, la Bourse de Toronto vend ce rapport et publie sur son site Web la liste des 20 positions à découvert les plus importantes et des 20 changements de position à découvert les plus importants. La Bourse nationale canadienne (CNSX) produit un rapport consolidé sur les ventes à découvert distinct à l'égard des titres qui y sont inscrits. Dans sa demande de reconnaissance à titre de bourse, la Bourse Alpha (« Alpha ») a fait état de son intention de produire un rapport consolidé sur les positions à découvert distinct à l'égard des titres qui y seront inscrits.

<sup>4</sup> Voir l'Annexe C du présent avis conjoint. Se reporter également à l'*Avis de l'OCRCVM 12-0079 – 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 »* (2 mars 2012).

Le groupe de travail a remarqué que, depuis la crise financière mondiale, de nombreux pays hors de l'Amérique du Nord ont mis en œuvre des obligations permanentes de communication d'information sur les positions à découvert significatives par l'« investisseur final »<sup>5</sup>. Le personnel des ACVM participant au groupe de travail a réfléchi à la pertinence d'une telle règle pour les marchés financiers canadiens. Comme nous le notons à l'Annexe B du présent avis conjoint, la loi américaine intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (le « Dodd-Frank Act ») oblige la Securities and Exchange Commission (SEC) à prescrire de nouvelles règles prévoyant la publication d'information sur les ventes à découvert au moins une fois par mois par les gestionnaires d'investissement institutionnels. Cependant, le groupe de travail ne propose pas pour le moment d'imposer aux investisseurs une obligation d'information de la sorte sur chaque vente à découvert ou position à découvert, car il n'est pas convaincu que ses avantages l'emportent sur les coûts, compte tenu notamment des projets récents et à venir qui sont évoqués dans le présent avis<sup>6</sup>. Il ne propose pas non plus d'exiger la déclaration des positions à découvert découlant de dérivés. Il reviendra toutefois sur ces questions au fur et à mesure de l'évolution de la situation réglementaire aux États-Unis et ailleurs en matière de transparence des ventes à découvert et des positions à découvert.

Le groupe de travail reconnaît toutefois que le rapport consolidé sur les positions à découvert actuel a des limites. Par exemple, il n'indique que les positions à découvert sur titres cotés. Par ailleurs, seuls les courtiers « participants » (soit, de manière générale, les courtiers qui sont membres d'une bourse, utilisateurs d'un système de cotation et de déclaration ou adhérents d'un SNP) sont tenus de déclarer ces positions, de sorte que celles qui sont détenues par d'autres courtiers et des dépositaires ne sont pas visées. En revanche, les personnes ayant droit d'accès (soit, de manière générale, les institutions autre que les courtiers adhérents d'un SNP) qui détiennent des positions à découvert hors d'un compte ouvert auprès d'un participant sont tenues de déposer ce rapport. Si tous les courtiers et les dépositaires déclaraient les positions à découvert, le rapport sur les positions à découvert serait plus rigoureux<sup>7</sup>.

**Question 4 : L'information publiée actuellement sur les positions à découvert est-elle adéquate? Dans le cas contraire, faudrait-il publier de l'information sur les titres non cotés comme les titres de créance et les titres inscrits à l'étranger négociés sur des SNP? Devrait-il y avoir un seul rapport sur tous les titres négociés sur tous les marchés? Les dépositaires et les courtiers qui ne sont pas participants devraient-ils déclarer leurs positions à découvert? Veuillez motiver votre réponse.**

**Question 5 : L'information contenue dans le rapport consolidé sur les positions à découvert est-elle fournie en temps opportun? Faudrait-il la publier plus souvent? Veuillez motiver votre réponse.**

<sup>5</sup> Se reporter à l'Annexe B du présent avis de consultation. Cependant, les marchés de la plupart de ces pays n'ont pas de mécanismes de signalement des ventes à découvert comparables aux régimes d'Amérique du Nord. Les obligations de communiquer les positions à découvert significatives sont généralement déclenchées lorsqu'un seuil est atteint, comme un pourcentage du nombre total ou de la valeur totale des titres émis et en circulation. De nouvelles communications sont exigées lorsque la position atteint d'autres seuils. Enfin, une communication finale est exigée si la position tombe en dessous du seuil minimal afin d'indiquer qu'il n'est plus obligatoire de présenter de l'information à son égard. En outre, un modèle à deux paliers de présentation d'information sur chaque position à découvert nette significative serait utilisé : la communication d'information sur les positions aux autorités de réglementation serait exigée à l'atteinte d'un certain seuil, puis au public à l'atteinte d'un seuil plus élevé.

<sup>6</sup> Ces investisseurs sont toujours assujettis aux obligations, prévues par les lois sur les valeurs mobilières, de déclarer les ventes à découvert à leur courtier.

<sup>7</sup> Actuellement, la législation en valeurs mobilières oblige toute personne qui passe un ordre de vente de titres auprès d'un courtier inscrit à lui indiquer au moment de la passation de l'ordre si elle n'est pas propriétaire des titres. Le dépositaire ne saurait pas nécessairement que la personne qui lui a confié les titres en est propriétaire. Si le dépositaire avait l'obligation de déclarer les positions à découvert, il faudrait prévoir dans la législation en valeurs mobilières une obligation comparable de déclaration au moment du dépôt des titres.

iii) *Transparence des transactions échouées*

Le groupe de travail demande aux intervenants si, à leur avis, il faudrait envisager des mesures ciblant les défauts de règlement ou les participants qui les causent. Au cours des discussions sur les transactions échouées qui ont présidé à la rédaction du présent avis conjoint, le groupe de travail ne s'est pas particulièrement arrêté sur les échecs causés par les vendeurs à découvert. En fait, selon les conclusions d'une étude antérieure de l'OCRCVM, les ventes provenant de positions acheteur comportent un risque d'échec supérieur, et les erreurs administratives et d'écriture survenant dans le traitement des transactions sont la principale cause des échecs<sup>8</sup>. Nous estimons que la réduction du nombre de transactions échouées sur nos marchés, quelle qu'en soit la cause, vise plusieurs objectifs réglementaires importants : elle peut contribuer à contrôler efficacement certaines activités manipulatrices (dont les ventes à découvert abusives) et elle constitue un important moyen de maîtriser des problèmes systémiques plus vastes, surtout dans le système de compensation et de règlement qui soutient l'efficacité et l'intégrité de nos marchés financiers.

Depuis le 1<sup>er</sup> juin 2011, la règle 7.10 des RUIIM oblige les participants à déclarer toute opération qui n'a pas été réglée à la date de règlement (une « transaction échouée sur une période prolongée ») si elle ne l'est toujours pas dix jours après cette date (c'est-à-dire treize jours après l'opération)<sup>9</sup>. L'avis doit indiquer la raison de l'échec. Le participant doit également mettre l'avis à jour une fois la situation rectifiée. Cette information aide l'OCRCVM à détecter les tendances de défaut de règlement, qui peuvent être un indice d'activités manipulatrices ou trompeuses<sup>10</sup>.

Le groupe de travail s'est demandé si la publication de certaines informations sur les transactions échouées ne contribuerait pas à renforcer la discipline en matière de règlement. Les ACVM pourraient prendre des dispositions pour la publication d'information sur les transactions échouées sur des titres en particulier. Cette information publique pourrait être établie à partir des défauts de livraison de titres admissibles au dépôt traités par le système de règlement net continu (RNC) de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS). Elle comprendrait tous les titres de capitaux propres et titres de fonds négociés en bourse qui sont négociés sur les marchés canadiens. Ces taux de défaut de livraison pourraient être publiés deux fois par mois. À cela pourrait s'ajouter la publication d'information consolidée sur les taux de défauts de livraison dans le RNC concernant certains groupes de titres, comme les titres intercotés, les titres inscrits à la Bourse de Toronto, à la Bourse de croissance TSX ou à la Bourse nationale canadienne ou encore les titres de fonds négociés en bourse.

L'information sur les taux de défaut de livraison offrirait un moyen de comparer l'information sur les positions à découvert et les ventes à découvert avec les transactions échouées au cours de la même période, ce qui permettrait au lecteur de déterminer s'il

<sup>8</sup> Voir l'*Avis sur la politique relative au marché n° 2007-003 – Généralités – Résultats de l'étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens (13 avril 2007)*.

<sup>9</sup> Voir la définition de « transaction échouée » dans la règle 1.1 des RUIIM. Cette expression s'entend d'une vente faite par un compte qui a fait défaut de mettre en disponibilité les titres en vue du règlement ou, dans le cas d'une vente à découvert, qui a fait défaut de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès afin d'emprunter les titres nécessaires en vue du règlement. Étant donné que le défaut concerne un compte en particulier, on peut considérer qu'une transaction est échouée selon les RUIIM même si le participant l'a en fait réglée conformément aux exigences de la chambre de compensation. Une transaction échouée sur une période prolongée est une « transaction échouée », au sens des RUIIM, qui n'a pas été rectifiée dans les dix jours ouvrables suivant la date de règlement prévue à son exécution. Voir la note 22 de l'Annexe A pour plus de renseignements sur la déclaration des transactions échouées sur une période prolongée du 1<sup>er</sup> juin au 30 septembre 2011.

<sup>10</sup> Le *Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles* (le « Règlement 24-101 ») exige des sociétés inscrites (courtiers et conseillers) qu'elles fournissent aux ACVM dans certaines circonstances de l'information sur le taux d'appariement (confirmation/affirmation) de leurs opérations institutionnelles sur titres de participation et titres de créance. En outre, les chambres de compensation et les fournisseurs de services d'appariement sont tenus de fournir aux ACVM de l'information globale sur l'appariement des opérations de leurs participants, de leur usagers ou de leurs abonnés en vertu du Règlement 24-101. Toutefois, ce règlement ne prévoit pas la déclaration des transactions échouées.

existe une corrélation entre les taux d'échec des opérations et les taux d'opérations à découvert sur un titre donné.

**Question 6 : Selon vous, des mesures en matière de transparence des transactions échouées s'imposent-elles à l'heure actuelle? Dans l'affirmative :**

- **Quels types de renseignements sur ces opérations seraient les plus utiles aux participants (certaines options sont décrites ci-dessus) et à quelle fréquence faudrait-il les fournir?**

- **Outre les titres de capitaux propres et les autres titres traités par le système de RNC de la CDS, d'autres types de titres ou de produits (par exemple, les titres à revenu fixe) présentent-ils des taux de défaut de livraison laissant entendre que des mesures analogues en matière de transparence des transactions échouées devraient s'y appliquer? Veuillez donner des détails.**

- **Quels seraient les coûts et les avantages de ces mesures pour les participants au marché?**

**Si vous ne jugez pas que des mesures en matière de transparence des transactions échouées soient nécessaires pour le moment, pour quelles raisons estimez-vous que cette information ne serait pas utile aux émetteurs, aux investisseurs ou aux participants? Veuillez motiver votre réponse.**

## 5. Conclusion

Les ACVM et l'OCRCVM estiment que le cadre réglementaire actuel régissant les ventes à découvert et les transactions échouées au Canada est de manière générale conforme aux quatre principes de l'OICV, mais que certaines des mesures supplémentaires qui sont proposées dans le présent avis conjoint pourraient l'améliorer et le renforcer. Les ACVM et l'OCRCVM demandent aux intéressés de leur faire part de leurs commentaires sur tous les aspects de ces mesures et de répondre aux questions formulées dans la section 4, ci-dessus.

## 6. Consultation

Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 31 mai 2012. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez également les fournir dans un fichier électronique (format Microsoft Word pour Windows).

Veuillez adresser vos commentaires à l'OCRCVM et aux membres des ACVM énumérés ci-dessous :

British Columbia Securities Commission  
 Alberta Securities Commission  
 Saskatchewan Financial Services Commission  
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 Autorité des marchés financiers  
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard  
 Nova Scotia Securities Commission  
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador  
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest  
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon  
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.



**James E. Twiss,**  
**Vice-président, Politique de réglementation des marchés**  
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières  
Suite 2000  
121 King Street West  
Toronto (Ontario) M5H 3T9  
Tél. : 416-646-7277  
Télééc. : 416-646-7265  
Courriel : [jtwiss@iroc.ca](mailto:jtwiss@iroc.ca)

**M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin**  
**Secrétaire générale**

Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Télé. : 514-864-6381  
Courriel : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

**John Stevenson**  
**Secretary**

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20 Queen Street West  
19th Floor, Box 55  
Toronto (Ontario) M5H 3S8  
Télé. : 416-593-2318  
Courriel : [jstevenson@osc.gov.on.ca](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

**Tous les commentaires reçus pendant la période de consultation seront rendus publics.** Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Nous afficherons tous les commentaires sur le site Web de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à l'adresse [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca), et sur celui de l'Autorité des marchés financiers, à l'adresse [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca), par souci de transparence du processus réglementaire.

**Questions**

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

Serge Boisvert  
Analyste en réglementation  
Direction de la supervision des OAR  
Autorité des marchés financiers  
Sans frais : 1-877-525-0337, poste 4358

Charlene McLaughlin  
Manager, Legal  
Alberta Securities Commission  
403-297-2488

James E. Twiss  
Vice-président, Politique de réglementation des marchés  
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières  
416-646-7277

Paula White  
Manager Compliance and Oversight  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
204-945-5195

Ella-Jane Loomis  
Conseillère juridique  
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
506-643-7857

Chris Pottie  
Manager, Compliance,  
Policy and Market Regulation Branch  
Nova Scotia Securities Commission  
902-424-5393

Timothy Baikie  
Senior Legal Counsel, Market Regulation  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416-593-8136

Maxime Paré  
Senior Legal Counsel, Market Regulation  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416-593-3650

Ruxandra Smith  
Senior Accountant, Market Regulation  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416-593-2317

## Annexe A

### Contexte des ventes à découvert et des transactions échouées

#### a) Introduction

On considère généralement qu'une vente à découvert est la vente d'un titre par une personne qui n'en est pas propriétaire ou qui ne sera pas en mesure de le livrer au moment du règlement de la vente. Elle consiste à vendre un titre au cours en vigueur dans l'espoir de le racheter ultérieurement à un cours inférieur ou de couvrir la position vendeur lorsque les titres appartenant au vendeur deviennent disponibles. La vente de titres dont on n'est pas propriétaire peut être risquée : à moins que la vente à découvert ne soit « couverte », les pertes du vendeur peuvent être illimitées si le cours du titre grimpe de façon inattendue.

Une transaction échouée se produit lorsque le vendeur (à découvert ou non) ne livre pas le titre à l'acheteur à la date prévue, généralement le troisième jour après l'opération. Généralement, le règlement d'une vente à découvert a aussi lieu le troisième jour après l'opération, ce qui signifie que le vendeur à découvert doit acheter les titres pour couvrir la vente le même jour, à moins de pouvoir les « emprunter » à un tiers.

Les expressions « vente à découvert » et « transaction échouée » ne sont pas définies dans la législation en valeurs mobilières, mais elles le sont dans les RUM<sup>11</sup>. On qualifie habituellement les ventes à découvert de « non couvertes » ou de « couvertes ». Au Canada, aucune loi ne prévoit de définition de « vente à découvert non couverte ». Le sens de cette notion semble varier d'un pays à l'autre. Dans certains, il s'agit d'une vente à découvert effectuée sans que les titres aient été empruntés à temps pour en assurer la livraison le troisième jour après l'opération. Dans d'autres, il s'agit d'une vente dans laquelle le vendeur n'est pas propriétaire du titre et ne l'a pas emprunté ou n'a pas pris de dispositions pour l'emprunter au moment de la vente. On estime généralement qu'une vente à découvert « couverte » est la vente d'un titre « emprunté » par le vendeur au moment de la vente, mais d'aucuns, adoptant une interprétation plus large, considèrent qu'il s'agit de toute vente de titres que le vendeur s'est arrangé pour emprunter au moment de la vente, mais dont il ne prend livraison qu'après l'exécution de l'opération.

La vente à découvert est une pratique de négociation légitime qui contribue à la liquidité et à l'efficacité du marché tout comme à la formation des cours. Elle permet notamment aux teneurs de marché de fournir de la liquidité même lorsqu'ils ne détiennent pas un titre donné, ce qui aide à stabiliser les cours. La vente à découvert peut contribuer à rendre l'établissement des cours plus efficace en modérant les hausses et les baisses. Elle peut aussi être un aspect important de la stratégie de couverture et de gestion du risque adoptée par les investisseurs.

La fraude et la manipulation ne sont pas propres à la vente à découvert, mais cette activité peut être préjudiciable lorsque le vendeur se livre à des activités manipulatoires. Les ventes effectuées sous le coup de la peur ou de l'incertitude peuvent contribuer à la

<sup>11</sup> Selon la règle 1.1 des RUM, une « opération à découvert » s'entend de la vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire. Cette disposition décrit également les circonstances dans lesquelles on considère que le vendeur est propriétaire d'un titre ou non.

Selon la même règle, une transaction échouée s'entend d'une transaction découlant de l'exécution d'un ordre saisi par un participant ou une personne ayant droit d'accès sur un marché pour un compte qui

a) dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis;

b) dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut :

(i) soit de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis,

(ii) soit de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès afin d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis;

c) dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis

et ce, afin de permettre le règlement de transaction à l'heure à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction. La disposition indique également qu'une transaction est réputée une transaction échouée indépendamment de son règlement conformément aux règles ou exigences de la chambre de compensation.

fixation de cours erronés et à la déstabilisation des marchés. Lorsque la conjoncture est difficile, certains types de vente à découvert ou l'utilisation de ce procédé dans le cadre de stratégies abusives peuvent compromettre le bon ordre du marché. Dans certains cas, le vendeur ne remplit pas ses obligations de livraison, ce qui arrive généralement lorsqu'il n'emprunte pas de titres pour régler la vente en temps voulu ou ne prend pas de dispositions à cette fin.

Outre les ventes à découvert « non couvertes » et « couvertes », certaines stratégies de négociation ou positions sur dérivés peuvent créer des positions à découvert synthétiques dont le porteur a le même risque financier qu'un vendeur à découvert. Ces positions peuvent servir à gérer le risque mais aussi à manipuler le marché.

***b) Survol de la réglementation canadienne en matière de vente à découvert et de discipline de règlement***

Les contrôles réglementaires applicables aux ventes à découvert et aux transactions échouées tombent généralement dans une des trois catégories suivantes :

- les restrictions directes applicables aux ventes à découvert;
- les mesures de déclaration et de transparence;
- le régime de discipline en matière de règlement.

*i) Restrictions directes*

La plupart des règles canadiennes régissant la vente à découvert sont prévues par les RUIIM. Jusqu'à l'entrée en vigueur des modifications des RUIIM, les RUIIM interdiront au participant ou à la personne ayant droit d'accès de vendre un titre à découvert à moins que le cours ne soit au moins le denier cours vendeur (le « critère relatif à la variation du cours »)<sup>12</sup>. Les modifications des RUIIM supprimeront ce critère à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2012.

Depuis octobre 2008, les RUIIM contiennent une disposition qui autorise l'OCRCVM, avec l'approbation des ACVM, à désigner un titre comme un « titre inadmissible à une vente à découvert ». Cette désignation empêche le participant ou la personne ayant droit d'accès de passer un ordre de vente à découvert visant le titre en question<sup>13</sup>. Un des principaux objectifs de cette disposition est de donner à l'OCRCVM la latitude nécessaire pour réagir au déroulement des opérations sur un titre ou une catégorie de titres. Le groupe de travail estime que le pouvoir d'intervenir d'urgence sur les marchés pour interdire la vente à découvert de titres en particulier est un important outil réglementaire. Depuis l'introduction de cette disposition, aucun titre n'a été désigné comme titre inadmissible à une vente à découvert.

*ii) Mesures de déclaration et de transparence des ventes à découvert*

Les RUIIM obligent les participants et les personnes ayant droit d'accès à signaler tout ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert<sup>14</sup>. Les modifications des RUIIM modifieront le régime de désignation des ventes à découvert de telle sorte que divers compte qui, dans le cours normal, ne prennent pas de position

<sup>12</sup> Les titres intercotés sont dispensés du critère relatif à la variation du cours en vertu d'une décision de l'OCRCVM approuvée par les ACVM en 2007. Ils représentent environ 30 % du volume global quotidien et 60 % de la valeur globale quotidienne des opérations sur titres de capitaux propres sur les marchés canadiens. Les titres de fonds négociés en bourse, qui représentent de 10 à 15 % du volume et de la valeur des opérations, ne sont pas assujettis à ce critère.

<sup>13</sup> Voir le sous-alinéa *b* de l'alinéa 1 de la règle 3.2 des RUIIM.

<sup>14</sup> Voir le sous-alinéa *a* de l'alinéa 1 de la règle 3.2 des RUIIM. Cette obligation de « signalement » s'ajoute aux dispositions de la législation en valeurs mobilières qui obligent la personne qui passe un ordre de vente d'un titre dont elle n'est pas propriétaire à ce moment à le déclarer au courtier qui agit pour elle. Voir notamment l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

« directionnelle » lorsqu'ils font une vente à découvert devront désigner les ordres comme « ordres dispensés de la mention à découvert » plutôt que comme « ordres à découvert ».

Par ailleurs, les participants et les personnes ayant droit d'accès sont tenus, en vertu des RUIIM, de fournir deux fois par mois un relevé de la position à découvert globale de chaque compte à l'égard de chaque titre coté en bourse et de chaque titre inscrit<sup>15</sup>. La Bourse de Toronto collige cette information sur les titres inscrits à sa cote et à celle de la Bourse de croissance TSX pour établir le rapport consolidé sur les positions à découvert qui est mis à la disposition de l'OCRCVM<sup>16</sup>. Elle vend également ce rapport et publie sur son site Web la liste des 20 positions à découvert les plus importantes et des 20 changements de positions à découvert les plus importants<sup>17</sup>.

### iii) Régime de discipline en matière de règlement

Le régime canadien de discipline en matière de règlement se compose notamment d'un certain nombre de règles des ACVM et de l'OCRCVM ainsi que de certaines normes sectorielles :

- le sous-alinéa *h* de la partie 2 de la politique 2.2 des RUIIM, qui contient l'interprétation des dispositions sur la négociation manipulatrice et trompeuse de la règle 2.2 et indique que le fait de saisir un ordre de vente d'un titre sans avoir, au moment de la saisie de l'ordre, une *attente raisonnable* de pouvoir régler toute transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre constitue une activité de négociation manipulatrice et trompeuse. Des indications analogues sur les opérations hors marché sont fournies dans l'Instruction générale relative au Règlement 23-101. La personne qui passe un ordre d'achat ou de vente d'un titre sans avoir *la capacité ou l'intention* de régler l'opération commet une infraction aux dispositions anti-manipulation ou anti-fraude du Règlement 23-101<sup>18</sup>.

- Les règles des organismes d'autorégulation (OAR) et des bourses exigent généralement que toute opération soit réglée dans les trois jours suivant la date de l'opération<sup>19</sup>.

- Les bourses et la CDS ont des règles de « rachat d'office » pour forcer le règlement; ces règles permettent à l'acheteur, à sa discrétion, d'obliger le vendeur à acheter des titres sur le marché pour les lui livrer, à assumer les coûts de l'achat et donc à exécuter son obligation de règlement<sup>20</sup>.

<sup>15</sup> Règle 10.10 des RUIIM.

<sup>16</sup> Un rapport consolidé sur les positions à découvert distinct est établi par la Bourse nationale canadienne pour les titres qui s'y négocient. Dans le cadre de sa demande de reconnaissance à titre de bourse, Alpha a indiqué qu'elle entendait produire un rapport consolidé sur les positions à découvert distinct pour les titres qui y seront inscrits.

<sup>17</sup> Pour accroître la transparence des ventes à découvert au Canada, l'OCRCVM propose d'introduire des résumés bimensuels sur les ventes à découvert qui complèteront le rapport consolidé et correspondront au calendrier de déclaration de ces positions. Dans le cadre des modifications des RUIIM, il propose également de modifier les obligations d'indications des ventes à découvert pour réduire le « bruit » des statistiques en la matière. Voir l'Annexe C du présent avis conjoint.

<sup>18</sup> Voir le sous-paragraphe *f* du paragraphe 3 de l'article 3.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101. Dans certaines provinces, des dispositions générales anti-fraude et anti-manipulation du marché analogues ont été intégrées dans les lois sur les valeurs mobilières (par exemple, l'article 199.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec et l'article 126.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario). Ces dispositions priment généralement sur les dispositions anti-fraude et anti-manipulation du Règlement 23-101.

<sup>19</sup> Voir notamment la règle des courtiers membres 800.27 de l'OCRCVM et la règle 5-103(1) de la Bourse de Toronto. Ces règles relatives au cycle de règlement sont conçues pour laisser une certaine latitude en matière de défauts de règlement : comme il peut exister des motifs légitimes de ne pas livrer à temps, par exemple la réception de certificats qui ne sont pas endossés correctement par le client, des imprévus administratifs ou l'erreur humaine, les règles des OAR permettent aux participants au marché de régler ces problèmes s'ils le font raisonnablement vite.

<sup>20</sup> Voir notamment les règles 7.3.8(b) et 7.4.8(b) de la CDS et la règle 5-301 (Rachats d'office) de la Bourse de Toronto. Généralement, lorsqu'une partie à une opération ne livre pas dans le délai de règlement habituel, la contrepartie peut lui transmettre un avis de rachat d'office et demander au marché de procéder au rachat.

- Le Règlement 24-101 oblige la société inscrite qui exécute des opérations avec un investisseur institutionnel ou pour son compte à se doter de politiques et de procédures conçues pour réaliser l'appariement des « opérations LCP/RCP » dès que possible après leur exécution, mais au plus tard à midi le premier jour après l'opération. Par ailleurs, ce règlement contient une disposition axée sur des principes en vertu de laquelle le courtier inscrit ne peut exécuter d'opération que s'il a établi, conserve et applique des politiques et des procédures conçues pour en faciliter le règlement au plus tard à la date de règlement standard<sup>21</sup>.

- La règle 7.10 des RUIIM, dont il est question ci-dessus, oblige les participants à déclarer les transactions échouées sur une période prolongée<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Cette disposition de règlement s'applique à toutes les opérations, et non seulement aux opérations LCP/RCP.

<sup>22</sup> L'obligation de déposer un relevé de transactions échouées sur une période prolongée est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juin 2011 pour toutes les opérations, sauf celles qui ont recours à la fonctionnalité « Trade-for-Trade » de CDS. L'obligation s'applique aux comptes, que les opérations aient été réglées ou non par l'intermédiaire de la fonctionnalité du règlement net continu (RNC) de CDS. Elle n'est pas en vigueur depuis suffisamment de temps pour que l'OCRCVM puisse déterminer si les défauts ne sont pas corrigés dans les 10 jours de la date de règlement prévue pour des raisons systémiques. À ce jour cependant, tous les relevés de transactions échouées sur une période prolongée ont indiqué que les problèmes étaient dus à des retards ou à des erreurs d'ordre administratif. L'étude de 2006 sur les transactions échouées a révélé qu'environ 4 % des défauts n'étaient pas corrigés dans les 10 jours et, selon l'OCRCVM, ces « défauts » présentent le risque le plus grave pour l'intégrité du marché et la confiance dans celui-ci. Les constatations de cette étude étaient notamment les suivantes :

- les transactions échouées comptaient pour 0,27 % du total des transactions exécutées;
- la cause principale des transactions échouées était un retard ou une erreur d'ordre administratif, qui ont causé environ 51 % des échecs;
- moins de 6 % des échecs découlaient de la vente de titres à découvert;
- les échecs causés par des ventes à découvert comptaient pour seulement 0,07 % de l'ensemble des ventes à découvert.

Pour de plus amples renseignements, on consultera l'avis de l'OCRCVM.

## Annexe B

### Interventions internationales

#### a) OICV

À la suite de la crise financière mondiale de 2008, l'OICV a chargé un groupe de travail de combler les lacunes dans divers régimes applicables aux ventes à découvert non couvertes, notamment en ce qui concerne les obligations de livraison et l'information sur les positions à découvert. Certains membres du personnel des ACVM qui ont participé au groupe de travail ont également participé au groupe de travail de l'OICV. Celui-ci a aussi étudié des façons de réduire les effets nuisibles sur le prêt de titres, les opérations de couverture et les autres types d'opérations légitimes qui sont essentielles à la formation de capital et à la réduction de la volatilité des marchés. En juin 2009, il a publié le rapport intitulé *Regulation of Short Selling* (le « rapport de l'OICV »), qui met de l'avant quatre principes généraux pour une réglementation efficace des ventes à découvert<sup>23</sup>. Ces principes sont destinés à aider les autorités de réglementation à étudier un régime applicable aux ventes à découvert. Nous les abordons brièvement ci-après<sup>24</sup>.

**Principe 1 : [Traduction] Les ventes à découvert devraient être assujetties à des contrôles appropriés afin de réduire les risques qu'elles peuvent faire courir au bon fonctionnement et à la stabilité des marchés financiers.**

Selon le rapport de l'OICV, une bonne discipline en matière de règlement des ventes à découvert est la première condition d'une réglementation efficace de ces opérations. Les auteurs recommandent que la réglementation des ventes à découvert *prévoie au moins le règlement pur et simple (par exemple, le rachat d'office) des transactions échouées* (en italique dans le rapport de l'OICV).

Le rapport de l'OICV décrit les divers outils réglementaires qui servent à contrôler les ventes à découvert, comme les restrictions relatives au cours (par exemple, à leur variation), l'obligation d'emprunter les titres au préalable ou de les « localiser », ou l'autorisation des ventes à découvert d'actions uniquement lorsque certains critères d'admissibilité sont respectés. Dans de nombreux pays, des obligations de discipline en matière de règlement prévoient la forme que prend le rachat d'office ou le dénouement des positions si les actions visées par l'opération (qu'il s'agisse ou non d'une vente à découvert) ne sont pas livrées avant la fin du cycle de règlement standard, généralement le troisième jour après l'opération.

Le groupe de travail ne croit pas qu'une obligation de rachat d'office soit nécessaire au Canada. Comme nous l'indiquons dans le présent avis, les transactions échouées ne posent pas de problème significatif et elles sont surtout dues aux problèmes administratifs posés par les ventes à partir d'une position acheteur. Nous rappelons que les acheteurs dont les opérations ont échoué peuvent se prévaloir de procédures de rachat d'office, que l'OCRCVM exige la déclaration des transactions échouées sur une période prolongée et qu'il peut interdire les ventes à découvert sur un titre donné en cas de besoin. Les modifications des RUIM donneront à l'OCRCVM le pouvoir d'exiger l'emprunt préalable pour certains comptes ou titres s'il y a lieu.

<sup>23</sup> On peut consulter le rapport de l'OICV sur le site Web de cet organisme ([www.iosco.org](http://www.iosco.org)). L'importance de cette réaction internationale visant à restaurer et à maintenir la confiance des investisseurs vient du fait que les principes ont été formulés dans une optique de protection des investisseurs, de renforcement de l'équité, de l'efficacité et de la transparence des marchés et de réduction du risque systémique.

<sup>24</sup> Nous faisons remarquer que l'avis de l'OCRCVM traite aussi du projet de l'OICV (et notamment, en annexe, de l'application de chaque principe de l'OICV à la situation des marchés canadiens, de l'incidence des mesures adoptées par l'OCRCVM depuis 2008 et de l'effet souhaité des propositions qui y sont exposées), qu'il contient une analyse de diverses mesures prises ou projetées au États-Unis et qu'il indique les raisons pour lesquelles l'OCRCVM ne propose pas de mesures analogues pour les marchés canadiens.



**Principe 2 : [Traduction] Les ventes à découvert devraient être assujetties à un régime d'information qui fournit de l'information en temps opportun au marché ou aux autorités de réglementation.**

Pour que les activités de vente à découvert soient suffisamment transparentes, le rapport de l'OICV encourage les pays à envisager une forme ou une autre de communication d'information sur ces opérations au marché ou aux autorités de réglementation. De manière générale, deux modèles sont couramment utilisés à cette fin : i) le « signalement » des ventes à découvert, qui consiste à associer un indicateur à chaque ordre de vente à découvert que le courtier envoie au marché pour exécution; et ii) la déclaration des positions à découvert. Le rapport de l'OICV fait remarquer que les deux modèles présentent des avantages et qu'ils pourraient servir à atteindre les objectifs réglementaires susmentionnés.

Au Canada, les ordres de vente à découvert sont désignés comme tels lorsqu'ils sont saisis sur un marché. Des rapports bimensuels sur les positions à découvert sont produits pour les titres cotés. Une fois les modifications des RUIIM en vigueur, l'OCRCVM compte produire un rapport bimensuel sur la proportion que les ventes à découvert représentent sur le total des opérations sur chaque titre coté.

**Principe 3 : [Traduction] Les ventes à découvert devraient être assujetties à un régime de conformité et d'application efficace.**

Selon le rapport de l'OICV, étant donné qu'un régime de conformité et d'application efficace est un élément essentiel d'une réglementation efficace des ventes à découvert, les autorités de réglementation devraient notamment surveiller et examiner régulièrement les défauts de règlement et établir un mécanisme d'analyse de l'information provenant des déclarations de positions à découvert ou du signalement des ventes à découvert pour détecter les abus de marché potentiels et mesurer le risque systémique.

L'OCRCVM surveille les ventes à découvert en temps réel et a introduit une nouvelle alerte conçue pour détecter les activités potentiellement abusives à cet égard.

**Principe 4 : [Traduction] La réglementation des ventes à découvert devrait prévoir des exceptions appropriées pour certains types d'opérations afin de garantir le bon fonctionnement et le développement du marché.**

Le rapport de l'OICV signale que la réglementation des ventes à découvert doit être souple afin de permettre la réalisation d'opérations souhaitables pour le bon fonctionnement et le développement du marché, comme la tenue de marché. Les autorités de réglementation doivent à tout le moins définir clairement les activités dispensées et la façon de déclarer les dispenses.

Les RUIIM prévoient actuellement des dispenses du critère relatif à la variation du cours pour la tenue de marché et l'arbitrage et pour certains types de titres, comme ceux des fonds négociés en bourse et les titres intercotés sur des bourses américaines. Étant donné que ce critère sera supprimé à l'entrée en vigueur des modifications des RUIIM, ces dispenses ne seront plus nécessaires. Les modifications des RUIIM prévoient aussi une dispense de l'obligation de désigner comme « vente à découvert » les ordres de vente provenant de comptes non-directionnels. Ces comptes devront désigner aussi bien les ordres d'achat que les ordres de vente comme « dispensés de la mention à découvert ». Voir l'Annexe C pour plus d'information.

**b) États-Unis**

*i) Seuil de déclenchement relatif aux ventes à découvert*

Après avoir supprimé toutes les restrictions sur les cours applicables aux ventes à découvert (critères de variation du cours) en juillet 2007, la SEC a adopté en avril 2009 la Rule 201 de la Regulation SHO, qui prévoit une restriction, c'est-à-dire un seuil qui

déclenche des restrictions de cours sur les ventes à découvert (la « Rule 201 »). Entrée en vigueur le 28 février 2011<sup>25</sup>, la Rule 201 interdit les ventes à découvert de titres du National Market System (NMS) à un cours inférieur ou égal au meilleur cours acheteur national si le cours des titres baisse de 10 % ou plus pendant la séance par rapport au cours de clôture de la veille. Cette restriction quant au cours applicable aux ventes à découvert reste en vigueur jusqu'à la fin de la séance et pendant la séance suivante.

*ii) Mesures de la SEC en matière de « localisation » et de « dénouement »*

En 2005, la SEC a pris plusieurs mesures consistant notamment à introduire les dispositions de la *Regulation SHO* prévoyant l'obligation de tenir une liste des transactions échouées dépassant un certain seuil et des obligations en matière de localisation et de dénouement conçues pour réduire le taux global de transactions échouées sur les marchés américains. En 2008, la SEC a resserré sa règle sur le dénouement en obligeant les participants aux chambres de compensation à dénouer les positions sur titres de capitaux propres qui avaient connu un défaut de livraison en raison de ventes à découvert au plus tard le matin du quatrième jour après l'opération ainsi que les positions sur titres ayant donné lieu à des défauts de livraison en raison de positions acheteur ou d'activités de bonne foi sur le marché au plus tard le matin du sixième jour après l'opération. Cette règle (la *Rule 204* de la *Regulation SHO*, qui a été introduite en septembre 2008 à titre de règle temporaire, la *Rule 204T*) a réduit de façon notable les taux de défaut de règlement aux États-Unis. Elle interdit aussi au participant d'effectuer toute vente à découvert supplémentaire jusqu'à ce qu'une position où il y avait eu défaut de livraison soit dénouée ou que des dispositions soient prises en vue de faire un « emprunt préalable ».

*iii) La règle anti-fraude de la SEC relative aux ventes à découvert non couvertes*

La SEC a aussi adopté la Rule 10b-21 en vertu de la Loi de 1934, qui est une règle anti-fraude relative aux ventes à découvert non couvertes. En vertu de cette règle, il y a fraude civile lorsque le vendeur à découvert trompe le courtier sur son intention ou sa capacité de livrer les titres à la date de règlement et ne livre pas les titres à cette date<sup>26</sup>.

*iv) Interventions en matière de transparence*

En ce qui concerne la transparence, la SEC s'est entendue avec les OAR (qui comprennent les bourses aux États-Unis) pour augmenter la disponibilité des données sur les ventes à découvert. Les nouvelles mesures suivantes ont été prises en 2009 pour accroître la transparence des ventes à découvert :

1. Les OAR américains, comme la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), publient sur leur site Web le volume total quotidien des ventes à découvert sur chaque titre du NMS.

2. Les OAR publient sur leur site Web des données sur chaque vente à découvert de façon anonyme un mois après l'opération.

<sup>25</sup> Cette règle devait initialement entrer en vigueur le 10 novembre 2010. Toutefois, la SEC a annoncé le 8 novembre 2010 qu'elle reportait la mise en œuvre au 28 février 2011 afin de donner à certaines bourses davantage de temps pour modifier leur procédure d'ouverture, de réouverture et de clôture du marché pour les titres visés par la règle et aussi afin de donner aux participants au marché davantage de temps pour programmer et tester leurs systèmes en vue de la mise en œuvre.

<sup>26</sup> Au Canada, quiconque trompe un courtier sur son intention ou sa capacité de livrer les titres à la date de règlement et ne les livre pas à cette date pourrait enfreindre les dispositions de la législation en valeurs mobilières qui interdisent la fraude et la manipulation (voir le Règlement 23-101, le sous-paragraphe *f* du paragraphe 3 de l'article 3.1 de l'instruction relative à ce règlement, l'article 199.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec et l'article 126.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario). Dans ces circonstances, il pourrait également y avoir infraction aux dispositions qui obligent toute personne qui passe un ordre de vente d'un titre dont elle n'est pas propriétaire à le déclarer au courtier qui agit pour son compte (voir notamment l'article 194 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec et l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario).

L'information susmentionnée sur les ventes à découvert s'ajoute au rapport bimensuel sur les positions à découvert que les courtiers doivent actuellement fournir aux OAR<sup>27</sup>, obligation analogue à celle qui est imposée par l'OCRCVM au Canada. La SEC a aussi introduit la publication bimensuelle des données sur les défauts de livraison sur son site Web pour tous les titres de capitaux propres traités par la National Securities Clearing Corporation (NSCC)<sup>28</sup> aux États-Unis, quel que soit le niveau de défaut.

v) *Le Dodd-Frank Act*

Entré en vigueur le 21 juillet 2010, le Dodd-Frank Act oblige la SEC à prescrire de nouvelles règles prévoyant la publication d'information sur les ventes à découvert au moins une fois par mois par les gestionnaires d'investissement institutionnels visés au paragraphe 13(f) de la Loi de 1934 (c'est-à-dire ceux qui gèrent des actifs d'au moins 100 millions de dollars). Elle prévoit également que la Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation de la SEC doit mener dans un délai d'un an une étude sur la faisabilité, les avantages et les coûts d'une obligation de déclarer publiquement et en temps réel les positions de vente à découvert sur titres cotés ou bien de ne les déclarer en temps réel qu'à la SEC et à la FINRA<sup>29</sup>. Qui plus est, dans les deux ans de l'entrée en vigueur, la SEC doit avoir réalisé une étude sur la situation des ventes à découvert à la suite des récents changements réglementaires et sur l'incidence des défauts de livraison d'actions vendues à découvert le quatrième jour après une vente à découvert. La SEC doit également remettre au Congrès, au sujet de cette étude, un rapport comportant des recommandations d'améliorations à apporter aux marchés.

Le Dodd-Frank Act modifie la Loi de 1934 en interdisant la vente à découvert de tout titre à des fins de manipulation et autorise la SEC à adopter des règles pour mettre cette disposition en application. Il oblige aussi les courtiers à aviser leurs clients qu'ils peuvent choisir de ne pas permettre que leurs titres soient utilisés dans des ventes à découvert. Les courtiers doivent aussi leur indiquer qu'ils peuvent percevoir une rémunération en échange du prêt de leurs titres. La SEC est autorisée à préciser par règlement la forme, le contenu, le moment et le mode de livraison de ces avis. De plus, le Dodd-Frank Act modifie la Loi de 1934 en donnant à la SEC le pouvoir explicite d'adopter des règles concernant le prêt de titres. Il oblige aussi la SEC à promulguer dans les deux ans de l'entrée en vigueur des règles conçues pour accroître la transparence de l'information disponible sur les prêts de titres.

c) *Union européenne*

En mars 2010, le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM) (désormais l'Autorité européenne des marchés financiers ou AEMF) a publié un rapport dans lequel il proposait un régime européen d'information sur les positions à découvert sur actions dans l'Union européenne (UE). Le CERVM a recommandé que les positions à découvert soient communiquées aux autorités de réglementation à un seuil donné et au marché à un seuil plus élevé. Les propositions reprennent en grande partie le régime que la Financial Services Authority (FSA) du Royaume-Uni avait déjà mis en œuvre et qui repose sur un modèle à deux paliers de publication d'information sur chaque position à découvert nette significative sur toutes les

<sup>27</sup> Les sociétés de courtage doivent déclarer deux fois par mois par le truchement d'un OAR les positions à découvert sur tous les titres (y compris les titres inscrits à la cote du NASDAQ, de l'Amex, de la Bourse de New York, de l'Arca et les titres de capitaux propres hors cote).

<sup>28</sup> La plupart des opérations sur titres négociables de capitaux propres et de créance de sociétés qui sont exécutées aux États-Unis sont compensées et réglées par deux chambres de compensation inscrites : la NSCC, qui compense les opérations et exerce la fonction de contrepartie centrale, et la Depository Trust Company (DTC), qui exerce la fonction de dépositaire central.

<sup>29</sup> Pour s'aider dans la réalisation de son étude, la Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation de la SEC a publié le 3 mars 2011 un avis de consultation sur un large éventail de questions concernant l'utilisation actuelle de la vente à découvert sur les marchés boursiers, l'adéquation de l'information actuellement disponible sur ces opérations et l'effet probable de ces éventuels régimes de déclaration sur ces marchés, y compris leur faisabilité, leurs avantages et leurs coûts. Voir l'avis de la SEC intitulé *Short Sale Reporting Study Required by Dodd-Frank Act Section 417(a)(2)* [Release No. 34-64383; File No. 4-627].

actions admises aux négociations sur les marchés européens. La publication d'information serait requise pour toute position à découvert nette représentant 0,5 % du capital-actions d'un émetteur (compte tenu de toute exposition financière due à des positions sur dérivés en plus des positions à découvert sur les marchés au comptant), puis pour toute augmentation de 0,1 %. Le CERVM a aussi proposé que de l'information soit communiquée de manière distincte et confidentielle aux autorités de réglementation pour toute position à découvert nette de 0,2 %, puis pour toute augmentation ou diminution de 0,1 %.

En s'appuyant sur les propositions du CERVM, la Commission européenne a publié en juin 2010 un document de consultation afin de recueillir les commentaires des participants au marché, des autorités de réglementation et des autres intervenants sur les dispositions relatives aux ventes à découvert et aux contrats d'échange sur risque de crédit qu'il serait possible d'inclure dans un projet de loi. Le 15 septembre 2010, elle a adopté un projet en vue de réglementer les ventes à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (le « projet du 15 septembre 2010 »). Le 17 mai 2011, le Conseil de l'EU a entériné l'orientation de ce projet. Le 15 novembre 2011, le Parlement européen a adopté le *Règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit* (le « Règlement sur la vente à découvert et les contrats d'échange sur risque de crédit »)<sup>30</sup>. Si le Conseil de l'UE l'approuve sans modification, le règlement entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2012.

Les principaux objectifs du *Règlement sur la vente à découvert et les contrats d'échange sur risque de crédit* sont de faire en sorte que les États membres disposent de pouvoirs d'intervention clairs dans les situations exceptionnelles, de créer un cadre harmonisé donnant à l'AEMF le pouvoir de coordonner les mesures prises en Europe, d'accroître la transparence des positions à découvert détenues par les investisseurs, de réduire les risques de règlement dus aux ventes à découvert non couvertes et de réduire les risques posés à la stabilité des marchés de la dette souveraine. Voici certains des points saillants de ce règlement :

1. introduction de l'obligation, pour les investisseurs, de communiquer les positions à découvert nettes importantes sur actions aux autorités de réglementation à partir de 0,2 % du capital en actions émis, et au public à partir de 0,5 %;
2. introduction de l'obligation, pour les investisseurs, de notifier aux autorités de réglementation des positions à découvert nettes importantes sur obligations souveraines de l'UE, notamment toute position importante sur contrats d'échange sur risque de crédit liée aux émetteurs de ces obligations<sup>31</sup>;
3. octroi à l'AEMF du pouvoir d'intervenir en cas de menace pour les marchés financiers si l'autorité de réglementation d'un État membre n'a pas agi ou ne l'a pas fait de manière adéquate, et d'adopter des mesures temporaires pour interdire ou restreindre les ventes à découvert;
4. octroi aux autorités de réglementation des membres de l'UE du pouvoir d'exiger une plus grande transparence ou de restreindre les ventes à découvert et certaines opérations sur dérivés relativement à une vaste gamme d'instruments advenant des événements défavorables qui menacent sérieusement la stabilité financière de l'UE ou d'un État membre ou la confiance dans leurs marchés;
5. octroi aux autorités de réglementation des membres de l'UE du pouvoir de restreindre les ventes à découvert ou de limiter les opérations sur tout instrument financier<sup>32</sup> dont le cours chute de façon significative (10 % par rapport au dernier cours de clôture dans

<sup>30</sup> Voir la *Résolution législative du Parlement européen du 15 novembre 2011 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit*, Strasbourg, 15 novembre 2011, COM (2010) 0482 (final) – 2010/0251 (COD), au [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu).

<sup>31</sup> Il n'a pas été proposé que les investisseurs communiquent au public les positions significatives sur obligations souveraines ou contrat d'échange sur risque de crédit en raison des conséquences nuisibles que cela pourrait avoir sur le marché des obligations souveraines.

<sup>32</sup> Ce pouvoir s'étend à une vaste gamme d'instruments.

le cas d'actions liquides); la restriction durera jusqu'à la fin de la séance suivant celle où le cours a chuté à moins que le cours ne chute davantage;

6. introduction de l'obligation d'emprunter au préalable ou de « localiser » les titres lorsque l'investisseur est tenu, selon le cas, avant de conclure une vente à découvert d'actions ou de dette souveraine :

- d'avoir emprunté les titres en question;
- d'avoir conclu un accord d'emprunt afin de pouvoir livrer les titres en question à la date de règlement;
- d'avoir conclu un accord avec un tiers pour localiser les titres en question et de s'attendre raisonnablement à pouvoir les emprunter pour effectuer le règlement à l'échéance;

7. obligation, pour les contreparties centrales de l'UE, de veiller à disposer de procédures adéquates en vue du rachat d'office des actions en cas de défaut de règlement d'une opération, et de prévoir des amendes quotidiennes en cas de non-règlement;

8. interdiction de détenir une position non couverte sur contrats d'échange sur risque de crédit liés à la dette souveraine d'un État membre de l'UE;

9. exemption de l'application du règlement aux activités de tenue de marché et aux opérations sur le marché primaire ainsi qu'aux actions dont la plateforme principale de négociation se situe en dehors de l'UE.

Le préambule du règlement<sup>33</sup> laisse entendre que la Commission européenne envisage d'obliger les entreprises d'investissement à fournir des renseignements sur les ventes à découvert dans les déclarations d'opérations faites auprès des autorités compétentes des États membres<sup>34</sup>.

Le 13 janvier 2011, la Commission européenne a également sollicité des commentaires du public sur l'instauration d'un régime efficace de règlement des titres dans l'Union<sup>35</sup>. Elle propose notamment une législation et des règles de discipline en matière de règlement qui porteraient sur les points suivants :

- l'appariement précoce des instructions de règlement et le règlement au cours de cycles de règlement intervenant tôt à la date de règlement, par exemple en incitant les chambres de compensation à encourager les participants au règlement précoce grâce à un barème de droits approprié, en exigeant l'utilisation de procédures de pré-appariement et l'appariement précoce de la part des participants, et en exigeant l'utilisation de technologies de traitement direct;
- la gestion de la prévention des transactions échouées et leur règlement forcé après la date de règlement, par exemple en adoptant des règles générales établissant un régime harmonisé de pénalités pour les transactions échouées et des règles imposant notamment le règlement d'office ou, s'il n'est pas possible, le versement d'une indemnisation en espèces à l'acheteur.

Enfin, le 11 août 2011, certaines autorités de l'UE ont imposé ou étendu des interdictions ou des restrictions des ventes à découvert dans leur pays respectif en raison de

<sup>33</sup> Voir le *Règlement sur la vente à découvert et les contrats d'échange sur risque de crédit*, paragraphe (13) du préambule. Voir la note 29.

<sup>34</sup> Dans le cadre de sa révision de la Directive 2004/39/EC du Parlement européen et du Conseil en date du 21 avril 2004 (la « directive MIF »).

<sup>35</sup> Voir le document intitulé *Public Consultation on Central Securities Depositories (CSDs) and on the harmonisation of certain aspects of securities settlement in the European Union*, Bruxelles, le 13 janvier 2011, DG Markt G2 D(201) 8641, au [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/csd\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/csd_en.htm).

la récente volatilité des marchés financiers européens<sup>36</sup>. L'AEMF a déclaré que [traduction] « si la vente à découvert peut être une stratégie de négociation valide, elle est clairement abusive lorsqu'on l'utilise en combinaison avec la diffusion de rumeurs sur le marché ». Le même jour, les autorités réglementaires de plusieurs pays (France, Italie, Espagne et Belgique) ont annoncé de nouvelles interdictions de vente à découvert ou de maintien de positions à découvert. En interdisant ou en restreignant les ventes à découvert et en exigeant leur déclaration, les autorités de ces pays tentent de maintenir la confiance dans leurs marchés et de compléter les mesures prises par d'autres autorités de l'UE.

**d) Hong Kong**

La Securities and Futures Commission de Hong Kong (SFC-HK) a pris un règlement qui, entre autres :

1. introduira une obligation de déclaration hebdomadaire des positions à découvert sur certaines actions dont le montant net représente plus de 0,2 % du capital-actions émis ou dépasse 30 millions de dollars de Hong Kong; cette obligation s'appliquera aux positions à découvert couvertes et non couvertes;
2. ne s'appliquera qu'aux positions prises sur la Bourse de Hong Kong ou sur tout système de négociation automatisé désigné par la SFC-HK;
3. ne s'appliquera qu'aux actions qui composent l'indice Hang Seng ou l'indice Hang Seng Enterprises ainsi qu'aux actions de certaines sociétés financières et à tout autre titre désigné par la SFC-HK;
4. permettra à la SFC-HK d'exiger la déclaration quotidienne des positions à découvert au besoin, si la stabilité financière de Hong Kong était menacée.

Ce règlement entrera en vigueur le 18 juin 2012.

**e) Autres pays**

L'avis de l'OCRCVM décrit plusieurs projets réglementaires d'autres pays, dont l'Australie et certains pays d'Asie.

<sup>36</sup> On peut consulter la déclaration de l'AEMF (en anglais) au <http://www.esma.europa.eu/popup2.php?id=7699>. Le 8 août 2011, la Commission des marchés financiers de la Grèce a annoncé une interdiction temporaire des ventes à découvert d'actions ou de parts de fonds inscrits à la bourse d'Athènes, quel que soit le marché sur lequel les opérations ont lieu. Les positions intrajournalières sont aussi visées par l'interdiction.



## Annexe C

### Résumé des modifications des RUIIM

Les modifications des RUIIM entrent en vigueur le 1<sup>er</sup> septembre 2012. Elles abrogent les restrictions sur les cours pour les ventes à découvert, mais l'OCRCVM ne se propose pas d'adopter de seuil de déclenchement analogue à celui de la Rule 201 parce qu'il estime que ce n'est pas nécessaire dans les marchés financiers canadiens (comme il est expliqué en plus ample détail dans l'avis de l'OCRCVM)<sup>37</sup>.

Les modifications des RUIIM modifient aussi le régime de désignation des ventes à découvert, de sorte que certains comptes qui, dans le cours normal, ne prennent pas de position « directionnelle » lorsqu'ils font une vente à découvert (à des fins d'arbitrage ou de tenue de marché ou dans le cadre d'une autre stratégie de négociation qui les amène généralement à détenir des positions « ni acheteur ni vendeur » à la fin de la séance) ne sont pas tenus de désigner les ordres de ventes comme « ordres à découvert » mais plutôt comme « ordres dispensés de la mention à découvert ». En vertu des modifications des RUIIM, cette désignation est utilisée pour les ordres d'achat ou de vente d'un titre passés par tout compte dispensé. L'OCRCVM indique qu'avec cette nouvelle désignation, elle pourra supprimer une bonne partie du « bruit » dans les données sur les ventes à découvert découlant des opérations réalisées par des personnes qui ne prennent pas de position directionnelle. Par voie de conséquence, ce changement permettra au nouveau système de surveillance et de contrôle (d'alerte) de l'OCRCVM (voir-ci-dessous) de fonctionner plus efficacement. Cette désignation ne sera pas publique.

Les modifications des RUIIM prévoient aussi une règle d'emprunt préalable d'application limitée en vertu de laquelle, sous réserve de certaines exceptions, le participant ou la personne ayant droit d'accès doit prendre des dispositions pour emprunter les titres nécessaires au règlement de toute vente à découvert avant de passer l'ordre sur un marché dans les cas suivants :

- le titre a été désigné par l'OCRCVM comme un « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »<sup>38</sup>;
- le compte client ou « non-client »<sup>39</sup> pour lequel l'ordre de vente à découvert est saisi a antérieurement exécuté une transaction échouée sur une période prolongée;
- le participant a exécuté en qualité de contrepartiste une transaction échouée sur une période prolongée à l'égard de ce titre.

Par ailleurs, l'avis de l'OCRCVM décrit l'introduction d'une nouvelle « alerte » de surveillance et de contrôle conçue pour dépister les activités de vente à découvert abusives en temps opportun et permettre à l'OCRCVM d'enquêter et de prendre les mesures correctives qui s'imposent, notamment en désignant un titre comme inadmissible à toute autre vente à découvert.

Une fois les modifications des RUIIM approuvées et mises en œuvre, l'OCRCVM compte aussi être en mesure d'établir et de publier un rapport bimensuel indiquant ce que les ventes à découvert représentent par rapport à l'activité de négociation globale sur chaque titre sur tous les marchés. Il estime que cela devrait permettre de mieux comprendre

<sup>37</sup> Voir aussi l'*Avis de l'OCRCVM 12-0077 – Avis sur les règles – Note technique – Effets des coupe-circuits pour vente à découvert aux États-Unis sur la négociation de titres intercotés au Canada* (2 mars 2012).

<sup>38</sup> Selon les modifications des RUIIM, la définition de l'expression « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », dans la règle 1.1, s'appliquerait à un titre qui a été désigné par l'OCRCVM 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.

<sup>39</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 a l'approbation d'une bourse ou d'une entité d'autoréglementation.

ce que sont les niveaux de vente à découvert « normaux » pour chaque titre. Il a également retiré sa proposition, formulée en 2007, d'abroger l'obligation de déclarer les positions à découvert qui est prévue par les RUIM, de sorte que le rapport consolidé sur les positions à découvert demeurera disponible.

Selon l'OCRCVM, s'il n'existe aucune source de données qui puisse fournir une image « complète » des ventes à découvert ou des positions à découvert, les résumés bimensuels sur la négociation donneront en temps opportun et à peu de frais de l'information qui complètera celle qui figure dans le relevé bimensuel des positions à découvert.



## 7.2 RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

Aucune information.

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

#### 7.3.1 Consultation

Aucune information

#### 7.3.2 Publication

##### **Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières Modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché se rapportant aux obligations concernant les ventes à découvert et les transactions échouées**

Vu la demande complétée le 20 décembre 2011 par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») afin d'obtenir l'approbation par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») de modifications aux Règles universelles d'intégrité du marché se rapportant aux obligations concernant les ventes à découvert et les transactions échouées (ensemble, les « modifications »);

Vu l'approbation de ces modifications par le conseil d'administration de l'OCRCVM le 27 janvier 2011;

Vu l'article 74 de la Loi sur l'Autorité des marchés financiers L.R.Q., c. A-33.2 (la « Loi »);

Vu les pouvoirs délégués conformément à l'article 24 de la Loi;

Vu l'analyse effectuée par la Direction de la supervision des OAR et sa recommandation d'approuver les modifications du fait qu'elles favoriseront le bon fonctionnement du marché;

En conséquence, l'Autorité approuve les modifications.

Fait à Montréal, le 11 janvier 2012.

Louis Morisset  
Surintendant des marchés de valeurs

Décision n°: 2012-SMV-0002



## AVIS DE CONFORMITÉ

EN VERTU DE L'ARTICLE 22 DE LA LOI SUR LES INSTRUMENTS DÉRIVÉS

### CONTRATS À TERME SUR ACTIONS CANADIENNES

**MODIFICATION DE LA REGLE A-1 DÉFINITIONS, DE LA REGLE A-8  
RÈGLEMENT QUOTIDIEN, DE LA RÈGLE A-9 RAJUSTEMENTS DES  
MODALITÉS DU CONTRAT ET DE LA RÈGLE C-15 CONTRATS À TERME  
SUR ACTIONS**

**MODIFICATION DES MANUELS DE RISQUE ET D'OPÉRATIONS DE LA  
CDCC**

Le soussigné confirme que les modifications et, s'il y a lieu, les ajouts et les abrogations aux règles de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés ont été apportés conformément à la *Loi sur les instruments dérivés* (L.R.Q., chapitre I-14.01).

FAIT à MONTRÉAL le 27 février 20 12 .

*(s) François Gilbert*

\_\_\_\_\_  
François Gilbert  
Secrétaire adjoint  
CORPORATION CANADIENNE DE COMPENSATION DE PRODUITS DÉRIVÉS

## 7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

## 7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.