

Avis 25-306 du personnel des ACVM *Mise à jour sur la vente à découvert activiste*

Le 8 décembre 2022

Partie 1. Introduction

Le 3 décembre 2020, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (**ACVM** ou **nous**) ont publié le Document de consultation 25-403 des ACVM, *La vente à découvert activiste* (le **document de consultation**) pour une période de 90 jours. Le document de consultation avait pour objet de favoriser la discussion sur la vente à découvert activiste et son incidence potentielle sur les marchés des capitaux canadiens. Nous remercions les intervenants qui nous ont transmis 23 mémoires en réponse à celui-ci. Un résumé des commentaires, accompagné de nos réponses, figure à l'**annexe A**. Depuis la publication du document de consultation, nous avons également mené des discussions et des consultations de manière informelle avec divers comités consultatifs réglementaires et groupes sectoriels. Nous suivons de près l'évolution de la situation internationale en matière de vente à découvert, notamment en ce qui concerne directement la vente à découvert activiste.

Partie 2. Résumé

Nos consultations et les commentaires reçus en réponse au document de consultation démontrent bien la perception négative toujours associée à la vente à découvert activiste et à la vente à découvert en général, surtout chez les émetteurs ciblés par les récentes campagnes. Certains intéressés sont d'avis qu'il faut envisager la modification des obligations réglementaires afin de s'attaquer aux problèmes perçus de la vente à découvert, dont la vente à découvert activiste. Des intervenants reconnaissent que la vente à découvert activiste comporte des aspects positifs, dont son apport à la formation des cours.

Nous reconnaissons que la mauvaise perception de la vente à découvert se maintient et que certains intéressés sont préoccupés par le cadre réglementaire la régissant actuellement. Nous publions aussi aujourd'hui l'Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM, *La vente à découvert au Canada (l'Avis conjoint 23-329)* pour solliciter des commentaires sur les enjeux généraux de la vente à découvert et le cadre réglementaire actuel. Les commentaires reçus orienteront les projets réglementaires futurs sur la question.

En parallèle, le personnel des ACVM, par l'entremise de ses comités existants, continue de surveiller et d'analyser les projets liés à la vente à découvert activiste et à la vente à découvert en général afin de repérer les brèches à colmater dans le cadre réglementaire pour garantir la protection des investisseurs et promouvoir l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux. En particulier, il prend les mesures suivantes :

- continuer d'appliquer les dispositions de la législation en valeurs mobilières pertinentes aux activités auxquelles s'adonnent les vendeurs à découvert activistes malhonnêtes, notamment la communication d'information fautive ou trompeuse, la fraude et la manipulation du marché;
- surveiller le nombre de campagnes de ventes à découvert activistes et en analyser les tendances et les statistiques;

- examiner les plaintes en matière de vente à découvert activiste et se pencher sur les possibles manipulations dans le cours normal des activités;
- surveiller les autres initiatives canadiennes, particulièrement l'étude sur les transactions échouées que mène l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**) pour déterminer si les constatations plaident en faveur de projets réglementaires pouvant avoir des répercussions sur la vente à découvert activiste;
- suivre de près les initiatives internationales en matière de vente à découvert.

Partie 3. Faits nouveaux

Il y a eu des nouveautés en matière de vente à découvert et de vente à découvert activiste depuis la publication du document de consultation. Nous en traitons ci-après et les analysons plus en détail dans l'Avis conjoint 23-329.

a. Étude de l'OCRCVM sur les transactions échouées

Comme il l'a indiqué dans ses priorités publiques¹, l'OCRCVM a réalisé une étude sur les transactions échouées dans le cadre de laquelle il a analysé les données fournies par La Caisse canadienne de dépôt de valeurs (**CDS**) pour examiner minutieusement le processus de règlement et le traitement des défauts de règlement en vue de déterminer si des problèmes systémiques existent. La dernière fois que l'OCRCVM a étudié les défauts de règlement remonte à 2007, mais il ne disposait alors que de peu de données. Il a mis à jour cette étude à l'aide de données récentes couvrant une période de cinq ans, en partie pour réévaluer les résultats obtenus lors de l'étude précédente et pour déterminer si un lien peut être établi entre les transactions échouées et la vente à découvert ou une autre cause d'ordre administratif. L'Avis conjoint 23-329 présente un aperçu général des résultats de l'étude. L'Avis de l'OCRCVM 22-0190, aussi publié aujourd'hui, donne des détails supplémentaires.

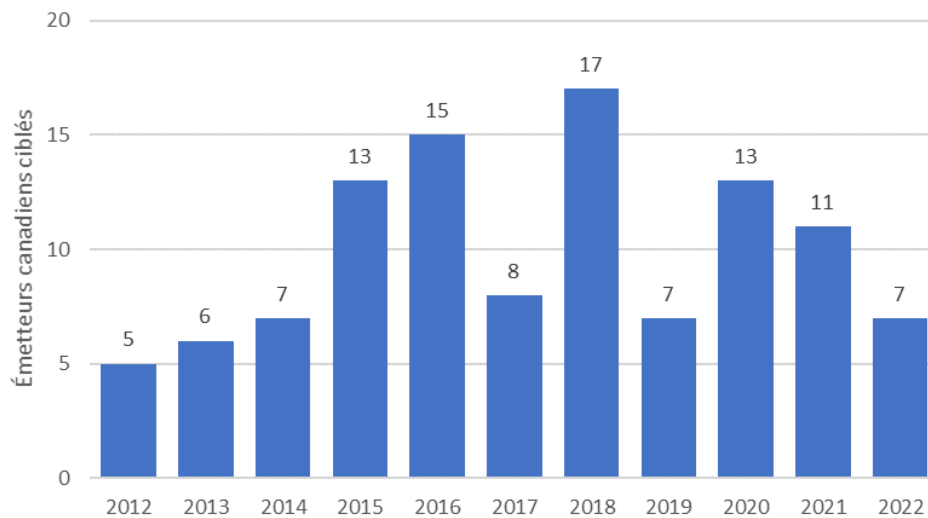
b. Activité de vente à découvert activiste récente

La figure 1 présente le nombre annuel d'émetteurs canadiens ciblés par de grands vendeurs à découvert activistes de 2012 à 2021². En date du 7 octobre 2022, sept émetteurs canadiens avaient été la cible de campagnes de vendeurs à découvert activistes depuis le début de l'année. Au cours de la même période, 50 émetteurs des États-Unis ont aussi été ciblés.

¹ <https://www.ocrcvm.ca/nouvelles-et-publications/avis-et-notes-dorientation/priorites-de-locrcvm-pour-lexercice-2021>.

² Données provenant d'Activist Insight et d'émetteurs choisis en fonction de l'emplacement de leur siège.

Figure 1 – Nombre annuel d'émetteurs canadiens ciblés par des vendeurs à découvert activistes (le nombre pour 2022 est en date du 7 octobre 2022)



Si on compare ces statistiques au nombre total d'émetteurs inscrits au Canada, nous constatons que moins de 1 % de l'ensemble des émetteurs canadiens ont été la cible de campagnes de vendeurs à découvert activistes chaque année³, contre 3 % aux États-Unis et moins de 0,5 % en Australie.

Partie 4. Thèmes abordés dans le document de consultation

a. Intervenants

En réponse au document de consultation, nous avons reçu 23 mémoires des intervenants suivants :

- sept émetteurs⁴;
- quatre cabinets d'avocats à services complets, spécialisés en droit des affaires;
- sept groupes sectoriels;
- une bourse de valeurs;
- une société de gestion d'actifs;
- un courtier en placement;
- une société fournissant des conseils financiers;
- une personne physique.

Le résumé des commentaires, accompagnés des réponses des ACVM, figure à l'annexe A. Nous n'avons reçu aucun commentaire de représentants d'investisseurs individuels dans le cadre du processus de

³ Analyse par les ACVM des cibles des vendeurs à découvert activistes établies par Activist Insight et nombre d'émetteurs inscrits établi annuellement par la World Federation of Exchanges pour la période de 2010 à 2021.

⁴ La British Columbia Securities Commission est l'autorité principale de quatre de ces émetteurs, alors que l'Alberta Securities Commission, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et la Commission des valeurs mobilières du Manitoba sont chacune l'autorité principale des trois autres.

consultation publique et de nos communications avec des groupes d'investisseurs individuels⁵. De la même façon, nous n'avons reçu aucun commentaire de la part de vendeurs à découvert activistes, quoique la société de gestion d'actifs ayant transmis un mémoire a laissé savoir qu'elle avait déjà participé à des campagnes de ventes à découvert activistes par le passé.

b. Thèmes ressortis des commentaires reçus

Le document de consultation était axé sur des enjeux déterminés à la suite de recherches effectuées par le personnel des ACVM et sollicitait les commentaires des parties intéressées sur des questions précises, appuyés par des éléments probants, si possible. Nous cherchions ainsi à documenter notre analyse sur le sujet et à faire en sorte de disposer de toute l'information pertinente avant de décider si une intervention réglementaire s'impose. Parmi les sujets traités dans le document de consultation figurent les suivants :

- la nature et l'étendue de l'activité de vente à découvert activiste au Canada;
- le cadre réglementaire canadien et international;
- les problèmes liés aux mesures de sanction et aux autres mesures correctives potentielles.

Plusieurs thèmes sont ressortis des commentaires reçus en réponse au document de consultation :

- i) l'utilisation des médias sociaux;
- ii) la perception et les faits;
- iii) le régime réglementaire des ventes à découvert;
- iv) la nécessité d'introduire des changements réglementaires.

Chacun de ces thèmes est abordé ci-après.

i) Utilisation des médias sociaux

Même si le document de consultation ne traitait pas expressément de l'incidence des médias sociaux ou d'autres plateformes de diffusion d'information sur les marchés des capitaux, des intervenants ont soulevé des préoccupations concernant leur utilisation.

Nous reconnaissons que les médias sociaux ont façonné un environnement où les investisseurs, entreprises, courtiers, conseillers et autres intermédiaires ont accès à une quantité sans précédent d'information, qu'elle soit véridique ou fausse. La vitesse de transmission de l'information et de réaction à celle-ci, ainsi que les questions quant à son exactitude et à sa fiabilité soulèvent de sérieuses préoccupations. Les ACVM constatent que l'utilisation des médias sociaux pour publier de l'information

⁵ Nous avons constaté que, bien qu'il ait été publié aux fins de consultation, le document de consultation a également été distribué aux membres du Groupe consultatif des investisseurs de la CVMO lors de leur réunion de janvier 2021, peu après sa publication, mais n'a donné lieu à aucun commentaire.

ou des conseils dans le marché⁶ peut présenter des défis et prier les investisseurs d'en vérifier la source avant de prendre une décision de placement⁷.

Des intervenants ont fait écho à ces préoccupations, surtout en ce qui concerne la vitesse des technologies de communication actuelles, qui peuvent détruire la réputation et nuire à la valeur d'un émetteur avant que celui-ci ait eu le temps de réagir. Certains intervenants se sont aussi exprimés sur la nécessité d'obliger légalement les plateformes de médias sociaux à conserver toute preuve aux fins d'examen ou d'identification, surtout lorsque le vendeur à découvert activiste se cache derrière un pseudonyme⁸. On notera aussi que des intervenants ayant une perception défavorable des vendeurs à découvert activistes n'estimaient pas que les gestes posés par les activistes anonymes étaient plus problématiques que ceux des activistes connus.

Nous reconnaissons que les plateformes de médias sociaux constituent une importante source d'information dans les marchés d'aujourd'hui. Nous remarquons aussi que des défis se posent en matière d'accès aux données de certaines plateformes et d'analyse des données non structurées des médias sociaux en vue d'isoler clairement les vendeurs à découvert activistes des utilisateurs qui ne font qu'exprimer un avis défavorable. Nous constatons que les participants du secteur entendent surveiller plus étroitement les plateformes en ligne, notamment pour des questions de gestion du risque et de relation avec les investisseurs. Des outils de surveillance standards et personnalisés en voie de développement devraient offrir la possibilité d'analyser les médias sociaux. Des émetteurs commencent à surveiller activement les commentaires publiés sur les plateformes de médias sociaux, dont ceux des vendeurs à découvert activistes, et pourraient répondre à ceux qui sont défavorables⁹. L'OCRCVM a également fait savoir que sa stratégie de surveillance prévoit un balayage sommaire du contenu des médias sociaux, même lorsqu'aucune nouvelle pertinente ne peut expliquer une activité inhabituelle sur le marché¹⁰.

⁶ Voir l'[Avis 51-348 du personnel des ACVM, Examen de l'utilisation des médias sociaux par les émetteurs assujettis](#), et l'[Avis 51-356 du personnel des ACVM, Activités promotionnelles problématiques des émetteurs](#).

⁷ Voir la déclaration conjointe des ACVM et de l'OCRCVM du 1^{er} février 2021 concernant la récente volatilité des marchés : « Nous mettons en garde les investisseurs et leur rappelons de bien vérifier la source d'information et les conseils sur lesquels ils se fondent pour prendre leurs décisions de placement. Les sites de clavardage en ligne ne sont pas réglementés et pourraient relayer de l'information inexacte ou ne convenant pas à certains investisseurs. Les investisseurs devraient toujours vérifier l'inscription de toute personne ou entreprise qui tente de leur vendre un produit de placement ou de leur fournir des conseils en placement. Pour ce faire, ils peuvent consulter le site au <https://sontilsinscrits.ca> ou la base de données de l'OCRCVM sur les conseillers travaillant pour des sociétés réglementées par l'OCRCVM. »

⁸ Un intervenant est même allé jusqu'à recommander que des restrictions sévères s'appliquent à la capacité des vendeurs à découvert activistes de faire de la promotion auprès du public par l'entremise des médias et des outils de communication. (Par exemple, il ne devrait pas être permis aux vendeurs à découvert de s'afficher à la télévision.)

⁹ Consulter par exemple l'article intitulé *How to deal with rumors on social media* (en anglais seulement) à l'adresse <https://content.irmagazine.com/story/ir-magazine-summer-2021/page/19>.

¹⁰ L'OCRCVM examine les indicateurs liés aux publications sur les médias sociaux, comme les analyses de l'engouement et des sentiments, que produisent de tiers fournisseurs de données (Eikon et Bloomberg), mais n'est pas encore pleinement convaincu de leur efficacité. L'équipe de surveillance mise également sur les méthodes de recherche manuelle de sites Web bien connus comme stockhouse.com, AKN (pour l'exploration de données, ou *data mining* en anglais), StockTwits et Seeking Alpha.

Les comportements problématiques constatés dans l'utilisation des médias sociaux ou d'autres plateformes en ligne ne sont pas propres à la vente à découvert activiste; la tendance s'observe aussi ailleurs sur le marché. Des émetteurs, des investisseurs et des activistes (qu'ils soient en position acheteur ou vendeur) misent de plus en plus sur les plateformes en ligne pour faire valoir leurs points de vue (ou promouvoir leur opinion/leurs idées). Contrairement aux émetteurs et à certains actionnaires visés par des obligations prévues par la législation en valeurs mobilières concernant les positions acheteur, les vendeurs à découvert activistes n'ont pas de cadre réglementaire à respecter. Les obligations réglementaires applicables à la vente à découvert activiste se résument aux dispositions générales qui s'appliquent à l'ensemble des participants au marché, dont l'interdiction de se livrer à des activités frauduleuses et à des pratiques de manipulation du marché, de répandre de l'information fausse ou trompeuse et d'effectuer des opérations sur la base d'information importante inconnue du public. Nous reconnaissons que cette situation est susceptible d'induire une perception de déséquilibre sur le plan de l'encadrement réglementaire. Nous soulignons toutefois que la réglementation de la communication d'information au public par l'émetteur vise à corriger l'asymétrie qui pourrait exister entre l'information qui circule sur le marché et celle dont disposent les initiés à l'égard de l'émetteur ainsi qu'à aider à établir un juste prix pour les titres. Les vendeurs à découvert activistes n'ont généralement pas accès à de l'information non publique.

Cela dit, des projets comme les modifications récentes du *Securities Act* de la Colombie-Britannique et le projet de paragraphe 94(1), *Déclarations et renseignements faux ou trompeurs au sujet d'émetteurs assujettis*, du projet ontarien de *Loi sur les marchés financiers* pourraient contribuer à endiguer le risque de diffusion de déclarations fausses ou trompeuses, viseraient celles qui sont diffusées par l'entremise des médias sociaux et s'appliqueraient aussi aux déclarations des vendeurs à découvert activistes. La question est traitée plus en détail ci-après.

ii) La perception et les faits

Nous avons publié, dans le document de consultation, les résultats de la recherche du personnel des ACVM sur la vente à découvert activiste. La recherche ne nous a pas permis de déceler que ces activités entraînent des abus de marché à grande échelle, et c'est pourquoi nous avons demandé aux intervenants de nous fournir de nouvelles sources de renseignements ou de données pouvant servir à prouver qu'un abus systémique en découle.

Selon les commentaires que vous avons reçus, nous sommes d'avis que nous avons épluché toutes les sources d'information pertinentes dans le cadre de notre recherche. Cependant, des intervenants ont signalé que des parties intéressées telles que des émetteurs, des cabinets d'avocats et des groupes sectoriels reliés conservent toujours une perception défavorable de la vente à découvert activiste, plusieurs étant d'avis que ce type d'activité est associé à des comportements problématiques et que d'autres mesures réglementaires sont nécessaires. D'autres participants au marché ont toutefois relevé les aspects avantageux de la vente à découvert activiste. Ils ont reconnu que les vendeurs à découvert activistes peuvent jouer un important rôle de contrepoids face à la grande quantité d'information promotionnelle diffusée sur le marché et pourraient même constituer l'unique voix recommandant une « vente » si leur recherche le justifie. Ils ont également invoqué le manque de preuve d'activité problématique pour justifier leur opposition à l'introduction de mesures réglementaires et nous ont prévenus que de nouvelles mesures risqueraient de nuire aux activités légitimes et aux marchés.

Nous convenons que, si des mesures réglementaires sont envisagées, celles-ci devraient être liées à la preuve de comportements problématiques de la part des vendeurs à découvert activistes et que les répercussions possibles sur les activités devraient être prises en compte, notamment les conséquences imprévues sur l'efficacité du marché et le processus de formation des cours.

Les ACVM ont accès à de l'information sur les campagnes de vente à découvert activiste. Nous pourrions envisager d'apporter des modifications à la réglementation si leur nécessité était établie.

iii) Le régime réglementaire de la vente à découvert

De nombreux mémoires traitaient principalement du régime de vente à découvert en général et certaines des préoccupations exprimées ne concernaient pas expressément les enjeux de la vente à découvert activiste soulevés dans le document de consultation¹¹. Voici quelques-uns des commentaires qui ont été formulés :

- ils sont préoccupés par la perception entourant la vente à découvert sans livraison et estiment nécessaire d'imposer des obligations d'emprunt préalable;
- la vente à découvert dans le cadre de placements par voie de prospectus ou de placements privés pourrait causer un préjudice;
- ils considèrent que le retrait du critère relatif à la variation du cours¹², en 2012, a eu des répercussions négatives et recommandent l'adoption d'une réglementation similaire à la règle modifiée sur les variations du cours de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis¹³;
- la déclaration des positions de vente à découvert et de l'identité de leurs détenteurs ainsi que la fréquence des déclarations sont inadéquates (contrairement au modèle de l'Union européenne ou à celui de l'Australie).

Nous prenons acte des préoccupations soulevées. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les ACVM et l'OCRCVM publient l'Avis conjoint 23-329 pour solliciter des commentaires sur les grands enjeux de la

¹¹ Plusieurs intervenants ont également commenté les recommandations contenues dans le rapport du Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario (le **Groupe de travail**) au sujet de la vente à découvert, disponible à l'adresse <https://www.ontario.ca/fr/document/groupe-de-travail-sur-la-modernisation-relative-aux-marches-financiers-rapport-final-janvier-2021>, qui portent sur les obligations d'emprunt préalable (recommandation à l'OCRCVM de réviser les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) pour exiger qu'un courtier en valeurs mobilières confirme qu'il est possible d'emprunter des valeurs mobilières avant d'accepter un ordre de vente à découvert); le rachat d'office forcé (recommandation d'assujettir le vendeur à découvert à un rachat d'office forcé si une vente à découvert n'est pas réglée, l'exigence de rachat d'office forcé étant déclenchée à la date de règlement + deux jours) et l'imposition de restrictions en ce qui a trait à la vente à découvert dans le cadre d'émissions par voie de prospectus et de placements privés (recommandation à la CVMO d'adopter une règle interdisant aux participants au marché et aux investisseurs qui ont déjà vendu des titres à découvert d'acquiescer ces mêmes titres alors qu'ils sont visés par un prospectus ou des placements privés).

¹² Le critère relatif à la variation du cours se rapportait à une exigence antérieure des RUIM prévoyant l'interdiction d'effectuer une vente à découvert à un prix moindre que le dernier cours vendeur du titre.

¹³ La *Rule 201* de la SEC oblige généralement les marchés à établir, maintenir et appliquer des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour prévenir l'exécution ou l'affichage d'une vente à découvert à un prix inadmissible en cas d'interruption de la négociation d'un titre déclenchée par une chute d'au moins 10 % de son cours en une journée (en fonction du cours de clôture de la veille). Dès que l'interruption prévue par la *Rule 201* est déclenchée, la restriction selon le critère quant au cours s'applique aux ordres de vente à découvert visant le titre pour le reste de la journée et le jour suivant, sauf exception.

vente à découvert et le régime réglementaire actuel. Tout projet réglementaire qui pourrait en découler, qu'il émane de l'OCRCVM ou des ACVM, serait soumis aux processus de consultation publique et d'approbation habituels.

iv) Nécessité d'apporter des modifications réglementaires

Dans les commentaires formulés en réponse au document de consultation, les intervenants expriment des opinions variées sur la nécessité d'apporter des modifications réglementaires. Certains défendent l'idée d'un vaste chantier de réformes de la réglementation en matière de vente à découvert (comme il en est question ci-dessus), alors que d'autres penchent davantage pour des changements progressifs et ciblés, preuves à l'appui. D'autres encore sont plutôt d'avis que le statu quo suffit. Nous avons constaté que certains participants au marché (essentiellement des émetteurs, des associations sectorielles reliées et quelques cabinets d'avocats) sont davantage favorables au changement. Les modifications proposées sont indiquées ci-après.

Dans le document de consultation, nous demandions si :

- des faits nouveaux sur le marché pouvaient justifier la révision du cadre réglementaire;
- il existait un lien entre les transactions échouées et les ventes à découvert activistes;
- il existait des exigences réglementaires pertinentes dans d'autres territoires qu'il serait souhaitable d'examiner.

Dans les réponses fournies, l'influence des médias sociaux occupe une place importante parmi les faits nouveaux observés sur le marché. Nous reconnaissons la nécessité de surveiller l'incidence des médias sociaux sur les marchés des capitaux.

Bon nombre d'intervenants sont aussi d'avis qu'une étude approfondie des transactions échouées devrait être menée, mais n'ont pas fait de rapprochement entre les transactions échouées et l'activité de vente à découvert activiste problématique. Comme nous l'avons indiqué à la partie 3 ci-dessus, l'OCRCVM a mené une nouvelle étude sur les transactions échouées dont les résultats sont résumés dans l'Avis conjoint 23-329 et l'Avis de l'OCRCVM 22-0190 publiés aujourd'hui.

Nous présentons ci-après les propositions contenues dans les mémoires reçus en réponse au document de consultation portant sur les préoccupations relatives à la vente à découvert activiste et indiquons aussi certains défis ou sujets devant faire l'objet d'une étude plus approfondie.

c. Indications

Plusieurs intervenants, dont certains voient la vente à découvert activiste d'un bon œil, ont fait remarquer que des indications ou des pratiques exemplaires pourraient être utiles au marché pour reconnaître ce qui peut constituer une activité problématique. Il s'agit d'une approche similaire à celle qu'a adopté l'Australian Securities and Investment Commission (ASIC) dans le feuillet d'information qu'elle a publié s'intitulant *INFO 255, Activist short selling campaigns in Australia*. On y décrit notamment le cadre réglementaire australien actuel en matière de vente à découvert et recommande des « pratiques exemplaires » (« *better practices* ») pour les vendeurs à découvert activistes¹⁴.

¹⁴ Publié sur le site <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/short-selling/activist-short-selling-campaigns-in-australia/> (en anglais seulement).

En ce qui concerne la publication d'indications sur la vente à découvert activiste, nous soulignons que les indications sont habituellement liées à un règlement et qu'il n'en existe actuellement aucun régissant la conduite des vendeurs à découvert activistes (comme il est indiqué ci-dessus, aucune obligation réglementaire ne les vise expressément). Nous envisagerions la publication des indications jugées nécessaires dans l'éventualité où des obligations réglementaires seraient mises en œuvre dans le futur.

d. Obligations de déclaration et d'information

L'ensemble des commentaires reçus sur cette question est hétérogène. En voici des exemples :

- certains intervenants sont favorables à des modifications réglementaires obligeant les vendeurs à découvert activistes à déclarer leurs positions d'achat et de vente ainsi que les changements dans leurs positions, et à révéler leur identité aux autorités de réglementation, au public ou à l'ensemble d'entre eux¹⁵;
- certains ont indiqué que l'obligation de fournir de l'information additionnelle ne devrait être imposée qu'après l'étude de la liquidité au Canada, des données sous-jacentes et des répercussions possibles de nouvelles obligations d'information;
- d'autres ont prévenu que l'introduction d'obligations d'information du public pourrait amener des négociateurs à se servir de babillards comme Reddit pour provoquer une liquidation forcée de positions vendeur;
- il a été signalé que la déclaration et la communication d'information au public, surtout par des vendeurs à découvert activistes, pourraient aussi avoir pour conséquence imprévue de favoriser un effet de troupeau exacerbant la chute du cours de l'action de la cible¹⁶;
- certains intervenants se demandent si les obligations de déclaration devraient être équivalentes pour les activistes en position acheteur et ceux en position vendeur.

Les autorités de réglementation de certains territoires étrangers imposent déjà des obligations de déclaration et de communication d'information aux vendeurs à découvert dont les positions vendeur dépassent certains seuils. L'évolution de la réglementation à l'échelle internationale dans ce domaine est traitée dans l'Avis conjoint 23-329. Nous demeurons à l'affût et évaluerons si de l'information additionnelle sur les activités de vente à découvert est nécessaire, y compris celles des vendeurs à découvert activistes. Comme il est indiqué ci-dessus, avant d'imposer des obligations d'information aux vendeurs à découvert activistes, il serait toutefois essentiel de définir qui ils sont, de les encadrer au moyen d'un régime réglementaire et de déterminer si ce régime devrait prévoir la déclaration des

¹⁵ On fait référence, dans le document de consultation, au groupe d'experts américains ayant exhorté la SEC à imposer une [Traduction] « obligation de mettre à jour » une position vendeur lorsque de l'information a été déclarée volontairement à son sujet.

¹⁶ Par exemple, le 17 mai 2019, Muddy Waters a déclaré une position vendeur de 0,5 % sur Solutions 30 SE, comme l'exige la réglementation européenne en valeurs mobilières. Le 21 mai 2019, soit après cette déclaration mais avant la publication de tout rapport sur les positions vendeur, le cours de l'action de Solutions 30 SE a chuté de 20 %. Voir l'article (en anglais seulement) intitulé « Muddy and 5 other HFs shorting Solutions 30 », publié le 2 août 2019 sur le [blogue Breakout Point](#), et celui de Michelle Celarier (en anglais seulement) intitulé « Shares of Solutions 30, a Muddy Waters Short, Tank After Auditor Raises Concerns », publié le 24 mai 2021 sur le site de [Institutional Investor](#).

positions à découvert synthétiques. La création d'un tel régime nécessiterait probablement une modification de la législation en valeurs mobilières.

e. Instauration d'une période de détention

Certains intervenants ont proposé l'imposition d'un court moratoire sur les opérations ou d'une période de détention minimale au promoteur de valeurs mobilières ou au vendeur à découvert qui ouvre une position importante et diffuse de l'information influant sur le marché, quel que soit le moyen de diffusion¹⁷. Le principe est qu'une période de détention permettrait au marché d'évaluer la qualité et la crédibilité de l'information. À notre connaissance, aucune autorité en valeurs mobilières n'a encore mis en œuvre une telle mesure.

Même si nous reconnaissons qu'une période de détention donnerait au marché plus de temps pour assimiler l'information contenue dans le rapport d'un vendeur à découvert activiste, nous signalons qu'elle pourrait aussi dissuader le vendeur de produire des rapports sur ses positions à découvert et ainsi réduire l'efficacité informationnelle des marchés. En outre, une période de détention devrait s'appliquer uniformément aux positions vendeur et aux positions acheteur pour une raison d'équité et être établie en tenant compte des positions synthétiques. La détermination de sa durée et son imposition à des entités non réglementées, notamment, pourraient aussi poser des problèmes pratiques.

Les répercussions de ces mesures devraient faire l'objet d'une étude et d'une analyse approfondies afin de déterminer si les avantages éventuels éclipsent les risques introduits.

f. Préavis aux émetteurs

La proposition prévoyait l'obligation pour le vendeur à découvert activiste de fournir son rapport à l'émetteur avant sa publication. L'émetteur aurait ainsi l'occasion de l'examiner, d'y relever les erreurs factuelles et de le réfuter avant sa publication auprès du public. Il est admis dans la proposition que les émetteurs pourraient se heurter à des embûches, comme le fait d'être liés par des règles en matière de communication de l'information et de se heurter à des difficultés pratiques les empêchant de répondre promptement à des allégations parfois très larges afin d'endiguer ou de réduire l'incidence défavorable du rapport du vendeur à découvert sur le cours.

Nous reconnaissons que des émetteurs pourraient avoir de la difficulté à réagir rapidement aux campagnes menées par des vendeurs à découvert activistes dans les médias sociaux ou sur d'autres plateformes en ligne. Même s'ils sont prévenus, des émetteurs pourraient ne pas être en mesure de réagir, puisque les règles actuelles en matière de délit d'initié empêchent généralement la cible d'échanger avec le vendeur à découvert activiste en lui donnant libre accès à l'information. En particulier, l'émetteur ciblé serait limité dans sa réponse aux allégations du vendeur à découvert activiste s'il ne pouvait le faire autrement qu'en dévoilant des faits importants. Le même problème se poserait si, par exemple, un rapport défavorable était publié dans les médias ou des allégations étaient faites par des parties n'ayant aucun lien avec les vendeurs à découvert. De plus, l'imposition

¹⁷ Le document de consultation fait référence à la proposition d'une période de détention minimale de 10 jours qui a été mentionnée dans la presse. Voir l'article de Mark Cohodes, « Pump-and-dump stock trading needs new rules for the digital age », publié le 26 avril 2020 dans la version en ligne du *Financial Times*, au <https://www.ft.com/content/01b765c2-854e-11ea-b6e9-a94cfd1d9bf>.

d'obligations aux vendeurs à découvert activistes qui ne sont pas des participants au marché ni autrement inscrits soulève aussi des enjeux juridiques pour les autorités de réglementation. La détermination du délai approprié pour prévenir l'émetteur n'est pas chose simple non plus. Plus long serait le délai, plus élevé serait le risque de fuite d'information sur le marché pouvant nuire au cours de l'action de l'émetteur avant que celui-ci n'ait eu l'occasion de réagir.

Nous reconnaissons également l'importance de diffuser rapidement sur le marché l'information importante inconnue du public au moyen de rapports de vente à découvert établis de bonne foi qui améliorent la formation des cours.

g. Imposition d'une obligation ou d'une norme de déclaration des intérêts

Cette proposition appelle à l'adhésion obligatoire à des normes de professionnalisme et d'objectivité, comme celles qu'impose le CFA Institute à ses membres, pour quiconque publie une déclaration sur l'information qu'un émetteur communique au public et i) détient une position acheteur ou vendeur sur les titres de l'émetteur visé par la déclaration ou ii) a conclu une entente pouvant lui procurer un gain financier si la déclaration est publiée.

Nous signalons que les vendeurs à découvert activistes indiquent généralement dans leurs rapports qu'ils détiennent une position sur les titres de l'émetteur visé et pourraient tirer profit de la fluctuation de leur cours¹⁸.

h. Élargissement de l'infraction pour information fausse ou trompeuse

De récentes modifications apportées au *Securities Act* de la Colombie-Britannique qui sont entrées en vigueur ont introduit une nouvelle interdiction de communication d'information fausse ou trompeuse applicable aux personnes qui participent à des « activités promotionnelles ». Ainsi, il leur est interdit de faire une déclaration ou de fournir de l'information qui est fausse ou trompeuse dans les circonstances où une personne ou un investisseur raisonnable considérerait qu'elle est importante pour prendre sa décision d'investissement¹⁹. Contrairement aux autres interdictions de déclaration fausse ou trompeuse prévues dans la législation en valeurs mobilières, celle-ci n'exige pas :

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

De la même manière, en Ontario, le paragraphe 94(1), *Déclarations et renseignements faux ou trompeurs au sujet d'émetteurs assujettis* du projet de *Loi sur les marchés financiers*²⁰ qui, s'il est adopté, remplacerait la *Loi sur les valeurs mobilières* et la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* de l'Ontario, interdirait à toute personne qui s'occupe d'une activité promotionnelle de faire une déclaration ou de fournir des renseignements au sujet d'un émetteur assujetti ou d'un émetteur dont les valeurs mobilières sont négociées sur un marché si elle sait ou devrait raisonnablement savoir que ce

¹⁸ Par exemple, voir les [modalités d'utilisation](#) des rapports de recherche de Muddy Waters et l'[avis de non-responsabilité juridique](#) des rapports de recherche de Hindenburg.

¹⁹ Paragraphe 50(1) de la *Securities Act* (Colombie-Britannique), RSBC 1996, c. 418. Le Groupe de travail a également proposé une modification similaire.

²⁰ Disponible au <https://www.ontariocanada.com/registry/view.do?language=fr&postingId=38527>.

qui est déclaré ou fourni est faux ou trompeur et que la déclaration ou la fourniture serait considérée importante par un investisseur raisonnable pour décider s'il doit acheter une valeur mobilière de l'émetteur ou un instrument financier connexe, ou effectuer une opération sur une telle valeur ou un tel instrument. Le paragraphe 94(2) du projet de loi interdit toute tentative de déclaration de la sorte et le paragraphe 94(3) permet à la CVMO d'accorder des dispenses de cette interdiction. Ces projets de dispositions visent à mettre en œuvre la recommandation 57 contenue dans le rapport du Groupe de travail²¹, soit la création d'une interdiction pour dissuader et poursuivre efficacement les déclarations et tentatives de déclarations fausses ou trompeuses au sujet de sociétés ouvertes. La période de consultation sur le projet de *Loi sur les marchés financiers* s'est terminée le 18 février 2022.

La législation en valeurs mobilières prévoit déjà qu'il est illégal pour un vendeur à découvert activiste de tenter de faire baisser le cours de l'action d'un émetteur par la propagation d'information fautive ou trompeuse. Mais des intervenants sont d'avis que les critères servant à prouver qu'il y a infraction sont trop stricts et que la norme de l'investisseur raisonnable pourrait constituer une bonne approche équilibrée pour améliorer la qualité de l'information communiquée au public sans alourdir outre mesure le fardeau des participants au marché. Certains ont toutefois indiqué s'attendre à ce que l'élimination de l'étude d'impact sur le marché et du critère de l'importance refroidisse considérablement les ardeurs des vendeurs à découvert et que tout avantage que procureraient ces changements en surpassera les coûts. Il a été avancé que les vendeurs à découvert activistes (et les autres participants au marché n'ayant pas accès à l'information sur un émetteur inconnue du public) ne devraient pas avoir à répondre aux mêmes standards que les initiés à l'égard d'une société.

Les modifications apportées à la *Securities Act* de la Colombie-Britannique en matière de déclaration fautive ou trompeuse dans le cadre d'activités promotionnelles dans cette province ainsi que l'article 94 du projet ontarien de *Loi sur les marchés financiers* peuvent créer un effet dissuasif additionnel sur le comportement répréhensible grâce à de possibles mesures d'application de la loi. Il est trop tôt pour conclure qu'ils seront des outils efficaces en ce qui concerne les activistes, ou qu'ils mèneront à une hausse possible des poursuites contre les vendeurs à découvert activistes au comportement potentiellement fautif ou à une réduction du nombre de campagnes problématiques visant des émetteurs assujettis. Les ACVM en surveilleront les effets.

i. Sanctions civiles en cas d'information fautive ou trompeuse

À l'heure actuelle, la législation en valeurs mobilières ne prévoit pas de mécanisme permettant de réclamer des dommages-intérêts à des vendeurs à découvert activistes qui mènent des campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché. Des intervenants ont signalé que l'émetteur visé par une campagne de vente à découvert abusive ainsi que les porteurs de ses titres qui sont incités à les vendre sur la base de renseignements erronés doivent souvent attendre de voir si les autorités entameront une procédure réglementaire. Certains territoires étrangers prévoient un droit privé d'action à l'égard de la déclaration ou de la diffusion d'information fautive ou trompeuse²². Un tel droit pourrait constituer un recours pour les cibles de campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché et avoir également pour effet de dissuader les vendeurs à découvert activistes de prendre part à des activités problématiques. Un intervenant est d'avis que seule la conduite délibérée et préméditée du vendeur à découvert, et non une simple négligence ou une erreur de bonne foi, devrait

²¹ Ibid note 11.

²² Voir, par exemple, les articles 1041E et 1041I de la *Corporations Act 2001* (Cth) de l'Australie.

ouvrir un droit privé d'action, et que celui-ci ne devrait pas servir de police d'assurance contre les pertes qui, en réalité, découlent d'autres causes, comme le risque de placement.

Jusqu'ici, rien n'a permis de prouver que des campagnes de vente à découvert activiste relèvent de l'abus systémique et qu'il serait ainsi justifié d'apporter des modifications réglementaires telles que l'introduction d'un droit privé d'action contre des vendeurs à découvert activistes. Néanmoins, comme il est indiqué dans le document de consultation, certaines voies de droit en common law et en droit civil pourraient être applicables aux campagnes de vente à découvert activiste problématiques, mais les émetteurs et les tribunaux ne les privilégient généralement pas en raison des enjeux de liberté d'expression qu'elles soulèvent.

Partie 5. Questions

Veuillez adresser vos questions à l'un des membres suivants du personnel des ACVM :

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

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

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

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

Kevin Yang
Manager, Regulatory Strategy and Research
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
kyang@osc.gov.on.ca

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

Jan Bagh
Senior Legal Counsel
Alberta Securities Commission
jan.bagh@asc.ca

Kathryn Anthistle
Senior Legal Counsel, Legal Services
Capital Markets Regulation Division
British Columbia Securities Commission
kanthistle@bcsc.bc.ca

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

Eric Pau
Senior Legal Counsel, Legal Services
Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
epau@bcsc.bc.ca

Jennifer Whately
Manager, Litigation, Enforcement
British Columbia Securities Commission
jwhately@bcsc.bc.ca

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

ANNEXE A

Résumé des commentaires sur le Document de consultation 25-403 des ACVM – *La vente à découvert activiste*

Liste des intervenants

Intervenants		Abréviation
1.	Anson Advisors Inc.	Anson
2.	McMillan S.E.N.C.R.L., s.r.l.	McMillan
3.	Global Principles for Sustainable Securities Lending	GPSSL
4.	Alternative Investment Management Association	AIMA
5.	Save Canadian Mining	SCM
6.	Northern Dynasty Minerals Ltd.	NDM
7.	Bourse NEO Inc.	NEO
8.	Davies Ward Phillips & Vineberg	DWPV
9.	Norton Rose Fulbright Canada S.E.N.C.R.L., s.r.l.	NRF
10.	Corus Entertainment Inc.	CEI
11.	Finning International Inc.	FII
12.	NOVAGOLD Resources Inc.	NRI
13.	Badger Daylighting Ltd.	BDI
14.	Exchange Income Corporation	EIC
15.	Standard Uranium	SU
16.	Institut canadien de relations avec les investisseurs	CIRI
17.	Peter Brown	PB
18.	Fiore Management & Advisory Corp	FMAC
19.	Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs	ACPE
20.	Association des gestionnaires de portefeuilles du Canada	AGPC
21.	Canadian Advocacy Council de CFA Societies Canada	CAC
22.	Stikeman Elliott, S.E.N.C.R.L., s.r.l.	SE
23.	RBC DVM	RBC DVM

Résumé des commentaires

Résumé des commentaires	Réponses
Commentaires généraux	
<p>Vente à découvert activiste</p> <ul style="list-style-type: none"> Bien que de nombreux intervenants reconnaissent les avantages qu'offre la vente à découvert pour le marché, notamment l'amélioration de la liquidité, certains sont d'avis que des campagnes activistes ont eu une incidence négative sur la valeur pour les actionnaires et la confiance des investisseurs. <p>Régime de réglementation de la vente à découvert</p> <ul style="list-style-type: none"> Les intervenants expriment divers points de vue au sujet de la nécessité de modifier la réglementation. Certains prônent une réforme en profondeur de la réglementation de la vente à découvert dans son ensemble. D'autres soulignent la nécessité d'examiner les lacunes du régime de réglementation actuel afin de régler les problèmes que pose la vente à découvert. Certains intervenants estiment que des changements progressifs seraient plus appropriés, alors que d'autres recommandent de ne pas faire de changement dans l'immédiat. Certains avis vont dans le sens du besoin de pousser les recherches, les consultations et les campagnes de sensibilisation, car il n'y aurait pas suffisamment d'éléments probants indiquant que les campagnes de vente à découvert activiste sont abusives pour justifier des changements. Certains intervenants se disent préoccupés par le fait que l'on s'attache à réglementer l'activité activiste plutôt que les pratiques trompeuses. Selon eux, une réglementation accrue de la vente à découvert activiste, ou de la vente à découvert plus largement, pourrait avoir des conséquences négatives sur l'efficacité du marché, y compris entraver la formation des cours et enrayer les activités d'investissement légitimes. 	<ul style="list-style-type: none"> Nous souhaitons remercier tous ceux qui ont participé à la consultation. Le personnel reconnaît le rôle important que la vente à découvert, y compris la vente à découvert activiste, joue sur le marché. Nous surveillons l'évolution mondiale de la réglementation de la vente à découvert afin d'établir ce qui pourrait convenir au cadre réglementaire canadien. Comme il est mentionné dans l'avis du personnel, nous publions également l'Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM afin de rendre compte des résultats de l'étude de l'OCRCVM sur les transactions échouées et de présenter les prochaines étapes possibles en réglementation.
Question 1 : Quelle est votre perception des vendeurs à découvert activistes? Veuillez en décrire les fondements.	
<ul style="list-style-type: none"> La majorité des intervenants sont d'avis que les vendeurs à découvert jouent un rôle important sur les marchés financiers en favorisant la transparence et en contribuant à la liquidité et à la formation des cours, consolidant du fait même l'intégrité du marché et la protection des investisseurs. On souligne l'importance de tenir les émetteurs imputables et que la vente à découvert encourage les investisseurs à examiner de près les activités des sociétés ouvertes et l'information qu'elles communiquent. Parmi les autres avantages de la vente à découvert, on indique que cette activité peut : <ul style="list-style-type: none"> aider à détecter les bulles boursières; aider à découvrir les fraudes; Plusieurs intervenants ont une opinion négative de tous les vendeurs à découvert activistes. Deux 	<ul style="list-style-type: none"> Nous prenons acte de la perception négative que certains participants peuvent avoir de la vente à découvert activiste, souvent assimilée aux campagnes de vente à découvert et de distorsion, ainsi que des préoccupations que soulève la difficulté pour les émetteurs de répondre aux déclarations de vendeurs à découvert activistes.

Résumé des commentaires	Réponses
<p>d'entre eux ont été l'objet d'une campagne de vente à découvert activiste qui, selon eux, était un modèle de campagne de vente à découvert et de distorsion (<i>short and distort</i>) (soit la diffusion rapide d'un rapport de recherche prétendument faux et trompeur sur de multiples canaux de médias sociaux et la prise de positions vendeur non déclarées). Les préoccupations concernant la vente à découvert activiste comprennent ce qui suit :</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ les vendeurs à découvert activistes sont à même de publier un bref rapport qui peut avoir des répercussions marquées sur une société, sans qu'il y ait surveillance de la part des organismes de réglementation ou obligation réglementaire détaillée, et sans possibilité de recours; ○ les émetteurs et leurs auditeurs sont parfois dans l'impossibilité de répondre à l'information qui figure dans les rapports des vendeurs à découvert activistes, car ceux-ci ne communiquent pas avec les émetteurs avant de publier leurs rapports; <ul style="list-style-type: none"> • Deux intervenants soutiennent que les vendeurs à découvert activistes sont destructeurs parce qu'ils travaillent pour leur gain personnel sur le fondement de fausses déclarations. • Quelques intervenants reconnaissent qu'il peut exister une perception négative de la vente à découvert, notamment chez les émetteurs. Un intervenant fait remarquer que les activités de vente à découvert sont souvent associées à des manœuvres manipulatrices, comme les stratégies de vente à découvert et de distorsion, mais ajoute que cette perception ne semble pas s'appliquer au côté acheteur, malgré l'existence des stratégies de promotion de vente de titres (<i>pump and dump</i>), les promoteurs jouissant de plus de respect parce qu'ils promeuvent les émetteurs plutôt que de les contester. 	
<p>Question 2 : Pouvez-vous citer des exemples de comportements dans le cadre de Campagnes de vente à découvert activiste qui, à votre avis, sont problématiques?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Dans bon nombre de commentaires, il est question de la différence entre le traitement réglementaire des émetteurs et celui des vendeurs à découvert activistes. • Les intervenants donnent les exemples suivants de comportements problématiques dans le cadre d'activités de vente à découvert activiste : <ul style="list-style-type: none"> ○ le lancement de campagnes fondées sur la manipulation de l'information ou de l'activité boursière; ○ l'utilisation des médias que font les vendeurs à découvert au vu des restrictions imposées aux émetteurs quant à l'information qu'ils peuvent publier; ○ le recours aux employés pour avoir accès à des renseignements commerciaux confidentiels; ○ la publication d'information concernant un émetteur par une source qui sait ou devrait, selon toute attente raisonnable, savoir que l'information est fausse, trompeuse ou 	<ul style="list-style-type: none"> • En ce qui concerne les commentaires concernant le traitement réglementaire différent selon qu'il s'agit d'émetteurs ou de vendeurs à découvert activistes, nous précisons que la réglementation de l'information communiquée au public par les émetteurs vise en partie à corriger l'asymétrie entre ce que publient les émetteurs et ce que connaît le marché, ainsi qu'à favoriser la fixation d'un prix exact pour les titres. Ces considérations ne s'appliquent pas aux vendeurs à découvert activistes, qui ne sont pas normalement des participants au marché aux termes de la législation en valeurs mobilières, l'information et les opinions qu'ils diffusent n'étant pas non plus visées par des

Résumé des commentaires	Réponses
<p>exagérée, ou qui n'a procédé à aucun examen diligent à cet égard;</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ la stratégie consistant à poser publiquement des questions à la direction d'une entreprise à des moments où celle-ci n'est pas en mesure d'y répondre pleinement; ○ le fait de faire des déclarations destinées à dénigrer un émetteur ou des dirigeants ou des administrateurs en particulier, et qui sont intrinsèquement très difficiles à réfuter (comme des questions de gouvernance); ○ l'omission de rencontrer l'émetteur ou de discuter avec lui avant le lancement d'une campagne. <ul style="list-style-type: none"> • Un intervenant estime que la possibilité pour un vendeur à découvert activiste de publier ses points de vue sans être soumis à quelque processus réglementaire que ce soit est en soi problématique et contraste fortement avec le régime d'information imposé aux émetteurs. De même, un autre intervenant pense qu'il y a un écart entre la surveillance exercée sur les émetteurs et celle exercée sur les vendeurs à découvert activistes par les organismes de réglementation. • Des intervenants affirment en outre qu'une campagne fondée sur l'examen diligent de l'information mise à la disposition du public n'est pas problématique, mais l'un d'eux pense que ces campagnes devraient comprendre une mise en garde. • Certains intervenants sont d'avis que les activités problématiques décrites dans le document de consultation ne se limitent pas aux seules positions vendeur, mais peuvent être tout aussi dommageables lorsqu'elles concernent une campagne visant des positions acheteur. 	<p>obligations réglementaires.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Cela étant, le personnel fait observer que des mesures d'application de la loi (pour cause de déclaration trompeuse sur un point important ayant des répercussions sur le marché, par exemple) peuvent être prises contre des vendeurs à découvert activistes et que bon nombre des exemples de comportements problématiques évoqués peuvent en théorie constituer des infractions à la législation en valeurs mobilières actuelle. Le personnel prend acte des enjeux concernant les mesures d'application de la loi qu'ont soulevés de nombreux intervenants. • Le personnel convient que certains types d'activités problématiques observées lors de campagnes de vente à découvert activiste peuvent se produire également dans le contexte d'activités promotionnelles. On se reportera à la réponse à la Question 15, dans laquelle nous analysons les modifications récemment apportées à la <i>Securities Act</i> de la Colombie-Britannique, qui introduisent une nouvelle interdiction concernant les déclarations fausses faites par les personnes qui participent à des activités promotionnelles, et dans laquelle nous prenons l'engagement de surveiller les résultats de ces modifications législatives.
<p>Question 3 : Étant donné que les données disponibles portent principalement sur les grands vendeurs à découvert activistes, quel est votre avis sur les vendeurs à découvert activistes moins connus ou agissant sous un pseudonyme qui ciblent des émetteurs canadiens? Comment peut-on connaître leur identité? Y a-t-il des indices qu'ils lancent des campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Deux intervenants sont d'avis que les vendeurs à découvert activistes peuvent être à l'origine de campagnes de vente à découvert et de distorsion. L'un d'entre eux recommande de poursuivre la recherche et de resserrer la surveillance réglementaire sur cet enjeu et considère que les vendeurs à découvert anonymes ou agissant sous un pseudonyme sont potentiellement problématiques. • Certains intervenants suggèrent que les obligations d'information sur les ventes à découvert devraient être renforcées pour permettre de connaître l'identité des vendeurs à découvert anonymes ou agissant sous un pseudonyme. • Un intervenant signale que les tactiques agressives et abusives et les poursuites coûteuses 	<ul style="list-style-type: none"> • La plupart des intervenants n'expriment pas d'avis tranché sur le fait que des vendeurs à découvert activistes moins connus ou agissant sous un pseudonyme sont plus problématiques. Ils considèrent que tous les vendeurs à découvert activistes sont également capables de lancer des campagnes de vente à découvert et de distorsion et recommandent de poursuivre les recherches et de resserrer la surveillance sur cet enjeu.

Résumé des commentaires	Réponses
<p>intentées contre les vendeurs à découvert activistes en ont amené plusieurs à se dissimuler derrière un pseudonyme et à s'assurer que leurs campagnes sont axées sur le contenu de leur rapport sommaire et ne deviennent pas une bataille publique avec la société cible.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Certains intervenants considèrent qu'il est difficile de connaître l'identité des vendeurs à découvert activistes moins en vue, notamment ceux qui lancent des campagnes de vente à découvert et de distorsion. Selon un intervenant, la découverte de leur identité ne peut se faire qu'au moyen d'activités d'enquête chronophages et d'une coopération entre les autorités des divers territoires. • Deux intervenants suggèrent d'examiner et de sauvegarder l'information publiée sur les sites de médias sociaux afin de connaître l'identité des vendeurs à découvert activistes et de repérer les conduites problématiques. • Certains intervenants suggèrent qu'un examen des données sur le prêt de titres et les transactions échouées conjugué à des obligations d'information plus strictes pour les vendeurs à découvert activistes (y compris leur identité) devraient permettre aux autorités de réglementation de connaître l'identité de tous ces vendeurs. • Les intervenants n'ont pas apporté d'éléments probants supplémentaires au soutien de l'affirmation selon laquelle des vendeurs à découvert activistes lancent des campagnes de vente à découvert et de distorsion. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le personnel prend acte des commentaires d'émetteurs directement touchés par une campagne de vendeurs à découvert activistes. Nous encourageons les émetteurs qui détiennent des preuves précises de l'inconduite de tels vendeurs à communiquer avec l'autorité en valeurs mobilières de leur territoire. • Le personnel convient qu'il est difficile de connaître l'identité des vendeurs à découvert, autres que ceux les plus en vue, qui seraient susceptibles de s'engager dans des campagnes de vente à découvert et de distorsion, notamment dans le cas des vendeurs à découvert activistes anonymes ou agissant sous un pseudonyme, car une telle tâche nécessiterait une évaluation des mesures d'application de la loi à laquelle participent souvent plusieurs territoires; le personnel prend acte des commentaires de certains intervenants au sujet des défis que représenterait l'imposition de telles mesures.
<p>Question 4 : Quelles sources de données empiriques sur les Campagnes devrions-nous consulter?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Certains intervenants suggèrent d'examiner et de sauvegarder l'information publiée sur les sites des médias sociaux pour connaître l'identité des vendeurs à découvert activistes et repérer les conduites problématiques. • Quelques-uns avancent qu'un examen des données sur le prêt de titres et les transactions échouées conjugué à des obligations d'information plus strictes et plus fréquentes pour les vendeurs à découvert (y compris leur identité et leurs positions vendeur) devraient permettre aux autorités de réglementation de connaître l'identité de ces vendeurs. • Des intervenants recommandent la surveillance en direct de l'activité de vente à découvert et de toute chute brutale du cours d'un titre ou de toute augmentation soudaine du volume des opérations sur ce titre. • Certains suggèrent d'examiner les allégations des vendeurs à découvert activistes au regard du dossier d'information de l'émetteur. • Un intervenant recommande d'examiner les campagnes de vendeurs à découvert activistes lancées avant une opération de financement de l'émetteur cible pour en évaluer l'incidence potentielle. 	<ul style="list-style-type: none"> • La plupart des sources de données existantes recommandées portent sur des activités liées à la négociation, comme les données sur le prêt de titres, les transactions échouées et la déclaration des positions à découvert. • En ce qui a trait à la surveillance en direct de l'activité de vente à découvert, comme nous l'indiquons dans notre document de consultation, l'OCRCVM surveille, à l'aide d'algorithmes, les niveaux inhabituels de ventes à découvert et les fluctuations importantes des cours qu'il combine avec des données externes provenant de plateformes de médias sociaux et de salons de clavardage pour repérer les activités potentiellement manipulatrices. L'OCRCVM suit également en permanence l'évolution mondiale de

Résumé des commentaires	Réponses
	<p>la réglementation de la vente à découvert.</p> <ul style="list-style-type: none"> • En réponse aux commentaires recommandant l'examen des données sur les transactions échouées, l'OCRCVM a mené une étude approfondie sur les processus de règlement en titres de capitaux propres canadiens au moyen des données quinquennales provenant de la CDS. Les résultats de l'étude sont présentés dans l'Avis conjoint 23-329 et dans l'Avis 22-0190 de l'OCRCVM, publiés aujourd'hui. • Le personnel reconnaît que les plateformes de médias sociaux constituent une source essentielle de données, mais déplore qu'il soit actuellement difficile d'accéder aux données de certaines d'entre elles et d'analyser les données non structurées des médias sociaux afin de repérer clairement les vendeurs à découvert activistes parmi les autres utilisateurs, comme les clients, les employés ou les actionnaires, qui pourraient simplement exprimer une opinion défavorable. L'effet des médias sociaux sur les opérations effectuées sur les marchés financiers est source de préoccupation. Parallèlement, nous assistons à l'émergence d'outils technologiques permettant de traiter les listes de données, y compris celles qui proviennent des médias sociaux. Les ACVM et l'ORCCVM continuent de suivre l'évolution de la situation dans ce domaine.
<p>Question 5 : En 2019, le nombre d'émetteurs canadiens ciblés par les grands vendeurs à découvert activistes a considérablement reculé par rapport à l'année précédente. Existe-t-il des conditions de marché ou d'autres circonstances qui, à votre avis, favoriseraient une recrudescence? Veuillez motiver votre réponse.</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • La plupart des intervenants signalent que les secteurs et les marchés montrant des signes de surchauffe ou de surévaluation ont tendance à attirer les activités de vente à découvert, y compris celles qui sont menées par des vendeurs à découvert activistes. • Selon un intervenant, les émetteurs exerçant des activités dans des secteurs propices à la formation de bulles spéculatives (par exemple ceux du cannabis et des cryptomonnaies) où l'on perçoit des lacunes en matière d'information et où les titres font l'objet d'une activité intense de promotion peuvent susciter une activité accrue de vente à découvert. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le personnel reconnaît qu'il y a eu une hausse des nouvelles inscriptions à la cote de bourses canadiennes, notamment dans les secteurs propices à la formation de bulles spéculatives (cannabis et cryptomonnaies) qui sont susceptibles d'être ciblés par les vendeurs à découvert activistes qui y perçoivent des lacunes en matière d'information et y observent une activité intense de

Résumé des commentaires	Réponses
<ul style="list-style-type: none"> • Certains intervenants signalent également d'autres facteurs susceptibles d'entraîner un accroissement des activités de vente à découvert : <ul style="list-style-type: none"> ○ l'importance accrue accordée à l'information relative à la pandémie et aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG); ○ l'usage de plus en plus répandu des médias sociaux et l'augmentation des activités de négociation des investisseurs individuels; ○ le resserrement de la surveillance des autorités de réglementation américaines, qui incite les vendeurs à découvert activistes américains à se tourner vers les marchés canadiens. 	<p>promotion des titres.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nous prenons acte également des commentaires formulés par un intervenant selon lesquels des facteurs supplémentaires (médias sociaux, activités de négociation des investisseurs individuels, information relative à la pandémie et aux enjeux ESG) sont susceptibles d'accroître l'activité de vente à découvert activiste. • Nous continuons de suivre de près l'évolution de la réglementation aux États-Unis.
<p>Question 6 : Y a-t-il des éléments probants particuliers qui indiqueraient que les marchés canadiens sont plus vulnérables à la vente à découvert activiste, y compris la vente à découvert potentiellement problématique (par exemple la taille et le type d'émetteurs, les secteurs d'activité représentés ou d'autres conditions de marché)? Veuillez donner des exemples précis de ces vulnérabilités et expliquer en quoi elles diffèrent de la situation d'autres territoires.</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Certains intervenants donnent des exemples de la plus grande vulnérabilité des marchés canadiens à la vente à découvert activiste, notamment les suivants <ul style="list-style-type: none"> ○ en raison de la petite taille et de la faible liquidité des marchés canadiens, les émetteurs canadiens sont des cibles faciles pour les campagnes de vente à découvert activistes; ○ la concentration d'émetteurs des secteurs des marchandises et des mines dans les marchés financiers canadiens, dont l'évaluation est fondée sur des données techniques complexes; ○ l'absence d'obligations en matière d'emprunt préalable et de rachat d'office forcé; ○ l'absence ou l'insuffisance d'obligations de déclaration de positions vendeur; ○ la perception d'une réglementation laxiste; ○ les médias (notamment BNN) qui offrent une plateforme aux vendeurs à découvert activistes; ○ la préoccupation accrue des participants au marché à l'égard des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance procure aux vendeurs à découvert activistes l'occasion d'exprimer leurs allégations. • D'autres intervenants divergent d'opinion et l'un d'entre eux estime qu'il n'existe pas d'éléments probants indiquant une vulnérabilité particulière des marchés canadiens à la vente à découvert activiste. On fait également valoir les arguments suivants : <ul style="list-style-type: none"> ○ la petite taille et le manque de liquidité des marchés rendent la vente à découvert plus 	<ul style="list-style-type: none"> • Le personnel reconnaît que les marchés canadiens se distinguent de nombre de marchés étrangers par certains aspects, comme la forte concentration d'émetteurs dans le secteur des ressources et leur faible liquidité, ce qui les rend plus vulnérables à la vente à découvert activiste. Toutefois, nos recherches, comme le signale le document de consultation, démontrent que les campagnes des vendeurs à découvert activistes ciblent en priorité les grands émetteurs, ce qui correspond aux résultats des études menées aux États-Unis. • Nous prenons acte des commentaires au sujet du régime réglementaire portant sur la vente à découvert en général et renvoyons les intervenants à nos réponses précédentes soulignant les efforts sans cesse déployés pour vérifier la convenance du régime réglementaire.

Résumé des commentaires	Réponses
<p>difficile;</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ les règles régissant les campagnes de promotion des titres prolongées sont moins strictes au Canada; ○ les opérations de prise de contrôle inversée entraînent souvent la dissémination d'information erronée qui fait gonfler les cours; ○ compte tenu de l'absence de campagnes activistes, les cours des titres surévalués et surmédiatisés demeurent gonflés. 	
<p>Question 7 : Les émetteurs sont-ils restreints par des limites d'ordre pratique dans leur capacité à répondre aux allégations faites dans le cadre d'une Campagne? Dans l'affirmative, quelles sont ces limites et avez-vous des recommandations à faire sur les moyens de les atténuer?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • La plupart des intervenants qui ont répondu à cette question affirment que les émetteurs cibles sont restreints par les règles d'information et la difficulté pratique de répondre rapidement aux allégations parfois générales. On cite comme exemple le temps et l'argent requis pour effectuer des enquêtes internes indépendantes afin d'étoffer une réponse publique complète. • Quelques intervenants sont d'avis que rien n'empêche les émetteurs de fournir de l'information pour réfuter le contenu d'une campagne. • Certains intervenants affirment que les médias sociaux amplifient l'information diffusée dans le cadre d'une campagne avant que l'émetteur ait la possibilité de répondre. • Un certain nombre d'intervenants donnent également comme contrainte l'éventualité que la réponse provoque un litige. 	<ul style="list-style-type: none"> • Nous sommes d'accord que des échanges avec l'émetteur avant le lancement d'une campagne pourraient contribuer à atténuer le risque de lacunes dans l'information ou le risque que de l'information trompeuse soit publiée, mais il pourrait y avoir des obstacles, comme il est expliqué dans l'avis du personnel.
<p>Question 8 : Les émetteurs sont-ils réticents à s'adresser aux autorités en valeurs mobilières lorsqu'ils s'estiment injustement ciblés par un vendeur à découvert activiste? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Toutes les réponses à cette question contiennent des motifs pour lesquels les émetteurs sont réticents à s'adresser aux autorités en valeurs mobilières lorsqu'ils s'estiment injustement ciblés par un vendeur à découvert activiste. Voici quelques-uns des motifs invoqués : <ul style="list-style-type: none"> ○ les autorités en valeurs mobilières seraient incitées à surveiller de plus près l'émetteur et son dossier d'information public; ○ la crainte que cette démarche soit perçue comme une tactique de représailles de la part de l'émetteur plutôt que comme la préoccupation légitime de s'estimer injustement ciblé; ○ il peut être difficile de démontrer l'effet d'une campagne sur le cours des titres; ○ on semble penser que les autorités en valeurs mobilières n'ont pas le pouvoir de régler le problème. • Selon un intervenant, les programmes de dénonciation pourraient servir à régler certaines 	<ul style="list-style-type: none"> • Les ACVM ont le pouvoir d'enquêter sur les campagnes activistes problématiques et de faire respecter les obligations réglementaires, tout en prenant acte des motifs de réticence des émetteurs à s'adresser à elles. • Le personnel fait observer que certaines autorités en valeurs mobilières (et l'OCRCVM) se sont dotées de programmes de dénonciation qui permettent de signaler ces préoccupations. Le 1^{er} octobre 2020, la CVMO et l'OCRCVM ont publié la Note d'orientation conjointe de la CVMO et de l'OCRCVM sur la dénonciation intitulée <i>Joint OSC/IIROC Whistleblower Guidance</i>, dans laquelle

Résumé des commentaires	Réponses
préoccupations.	ils encouragent le public à communiquer des renseignements au sujet de pratiques de négociation potentiellement abusives visant des titres d'émetteurs assujettis en Ontario, notamment de l'information sur les pratiques abusives de vente à découvert ¹ .
Question 9 : Le cadre réglementaire actuel permet-il de gérer adéquatement les risques associés aux ventes à découvert activistes problématiques? Veuillez motiver votre réponse et donner des exemples précis de préoccupations et d'aspects à l'égard desquels, à votre avis, il ne serait pas adéquat.	
<ul style="list-style-type: none"> • Bon nombre des intervenants qui ont répondu à cette question considèrent que le cadre réglementaire du Canada est inadéquat en ce qui concerne la vente à découvert. Un intervenant soutient que la réglementation n'est pas conforme aux principes de l'OICV concernant la vente à découvert en général. Voici certains des commentaires : <ul style="list-style-type: none"> ○ la vente à découvert sans livraison est rendue trop facile par les obligations actuelles concernant le cycle de règlement et le rachat d'office; ○ il n'y a pas de mesures d'application de la loi; ○ l'information à fournir par les vendeurs à découvert activistes est insuffisante; ○ la déclaration et la surveillance des activités de vente à découvert et l'analyse des données s'y rapportant se limitent à des données provenant de courtiers canadiens; ○ il existe des enjeux extraterritoriaux; ○ les campagnes de vente à découvert ne sont pas réglementées; ○ il faudrait une coordination accrue entre la SEC et les ACVM. • Un certain nombre d'intervenants soutiennent que toute solution réglementaire devrait porter sur les activités tant du côté acheteur que du côté vendeur. • Un intervenant appuie les recommandations du Groupe de travail, de même que les nouvelles règles imposant la déclaration des positions vendeur aux autorités en valeurs mobilières ainsi que l'interdiction d'effectuer des ventes à découvert sans livraison et de publier des déclarations trompeuses. • Selon quelques intervenants, il faudrait augmenter la transparence des ententes de prêt d'actions et des positions vendeur, en s'alignant plus particulièrement sur les obligations en vigueur dans 	<ul style="list-style-type: none"> • Comme il est indiqué dans le document de consultation, les ACVM considèrent que le régime réglementaire canadien applicable aux ventes à découvert est, de manière générale, conforme aux quatre principes de l'OICV pour une réglementation efficace de ces ventes². • Nous prenons acte des préoccupations exprimées et signalons qu'elles sont traitées plus en détail dans l'Avis conjoint 23-329 publié aujourd'hui, qui sollicite également des commentaires sur les façons d'améliorer certains éléments du cadre réglementaire actuel de la vente à découvert.

¹ <https://www.osc.ca/sites/default/files/2021-02/joint-osc-iroc-whistleblower-guidance.pdf> (en anglais).

² Voir également l'Avis de consultation conjoint 23-312 des ACVM et de l'OCRCVM : Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées au <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/0-avis-acvm-staff/2012/2012mars02-23-312-avis-acvm-cons-fr.pdf>.

Résumé des commentaires	Réponses
<p>l'Union européenne (c.-à-d. les obligations de déclaration prévues par le règlement sur la transparence des opérations de financement sur titres (SFTR pour <i>Securities Financing Transactions Regulation</i>) et celles concernant les positions vendeur nettes).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Des intervenants recommandent l'adoption d'un régime réglementaire qui obligerait les vendeurs à découvert activistes i) à remettre leur rapport à l'émetteur avant de le publier, ii) à déclarer leur position sur les titres de leur émetteur cible et tenir ces renseignements à jour, iii) à emprunter le titre au préalable, iv) à conserver leur position pendant au moins 10 jours, et vi) à assumer la responsabilité de toute information inexacte ou trompeuse. • D'autres intervenants estiment qu'il faudrait mener une étude approfondie des transactions échouées. • Plusieurs intervenants recommandent aux ACVM d'examiner l'incidence qu'a eue sur le marché le retrait du critère relatif à la variation du cours. 	
<p>Question 10 : Depuis 2012, année de la mise en œuvre des modifications des RUIM concernant les ventes à découvert et les transactions échouées, y a-t-il eu des faits ou des renseignements nouveaux sur le marché pouvant justifier la révision du cadre réglementaire actuel régissant la vente à découvert? Dans l'affirmative, veuillez décrire ces faits ou ces renseignements et indiquer, en fournissant les éléments probants qui soutiennent votre point de vue : a. si, à votre avis, il existe un lien entre les transactions échouées et les ventes à découvert activistes; b. quelles modifications devraient être envisagées et pour quels motifs, plus particulièrement en ce qui a trait aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques; c. s'il existe des exigences réglementaires pertinentes dans d'autres territoires qu'il serait souhaitable d'examiner, et pourquoi.</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Selon un certain nombre d'intervenants, l'essor marqué des médias sociaux depuis 2012 est un fait nouveau qui justifie la révision du cadre réglementaire actuel. • Certains intervenants affirment que les ventes à découvert problématiques sont susceptibles d'être exacerbées par les médias sociaux, et que les autorités en valeurs mobilières devraient vérifier si elles possèdent les outils adéquats pour s'attaquer aux divers types de fraudes ciblant les investisseurs sur les médias sociaux. • Plus particulièrement, des intervenants font observer que les acteurs prolifèrent en raison du rôle accru des médias sociaux dans la diffusion de l'information, ce qui entrave la capacité de l'émetteur cible à répondre efficacement aux allégations soulevées contre lui. • Un intervenant recommande l'élaboration d'un régime d'information tenant compte des médias sociaux qui porterait tant sur les promoteurs que sur les vendeurs à découvert activistes afin d'équilibrer les règles du jeu. 	<ul style="list-style-type: none"> • Nous reconnaissons la prédominance des médias sociaux dans la diffusion de l'information. • Nous convenons que l'essor des médias sociaux a multiplié les sources à partir desquelles de l'information concernant un émetteur en particulier peut être largement diffusée et que, comme il est mentionné dans les commentaires reçus, l'information peut être positive tout autant que négative. • Comme il est indiqué dans les réponses aux Questions 3 et 4 ci-dessus, les plateformes de médias sociaux constituent une source essentielle de données, mais nous déplorons qu'il soit difficile d'accéder aux données et d'analyser les données non structurées des médias sociaux afin de repérer clairement les vendeurs à découvert activistes. Les ACVM et l'OCRCVM continuent de suivre les faits nouveaux dans ce domaine. • Il y a lieu de se reporter à l'Avis 51-348 du

Résumé des commentaires	Réponses
	<p>personnel des ACVM, <i>Examen de l'utilisation des médias sociaux par les émetteurs assujettis (Avis 51-348)</i>³, qui présente les résultats d'une étude de l'information communiquée par certains émetteurs assujettis au moyen des médias sociaux et fait état de problèmes liés à cette pratique. Comme il est indiqué dans l'Avis 51-348, le personnel continuera de surveiller ces points lors de ses examens, mais fait remarquer que les vendeurs à découvert activistes n'étant pas des participants au marché, il ne sera pas possible de les soumettre à un examen similaire.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Il y a également lieu de se reporter à la <i>Déclaration conjointe des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières concernant la récente volatilité des marchés</i> publiée le 1^{er} février 2021⁴, dans laquelle on rappelle aux investisseurs de bien vérifier la source d'information et les conseils sur lesquels ils se fondent pour prendre leurs décisions de placement, on signale que les sites de clavardage en ligne ne sont pas réglementés et qu'ils pourraient relayer de l'information inexacte ou ne convenant pas à certains investisseurs et on conseille aux investisseurs de toujours vérifier l'inscription de toute personne ou entreprise qui tente de leur vendre un produit de placement ou de leur fournir des conseils en placement.

³ <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilières/0-avis-acvm-staff/2017/2017mars09-51-348-avis-acvm-fr.pdf>

⁴ Au <https://lautorite.qc.ca/grand-public/salle-de-presse/actualites/fiche-dactualite/declaration-conjointe-des-autorites-canadiennes-en-valeurs-mobilières-et-de-lorganisme-canadien-de-reglementation-du-commerce-des-valeurs-mobilières-concernant-la-recente-volatilité-des-marchés>

Résumé des commentaires	Réponses
<p>Question 11 : Le régime d'information actuel sur les ventes à découvert est-il adéquat? Veuillez motiver votre réponse en indiquant : a. quelles obligations d'information permettraient de réagir aux risques liés aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques et la manière dont elles amélioreraient les mesures de dissuasion; b. quel élément déclencherait d'éventuelles obligations d'information supplémentaire et à quel moment cette information devrait être fournie; c. de quelle manière la déclaration d'information supplémentaire peut être utile sans nuire à la liquidité du marché; d. si vous prévoyez des enjeux liés à l'imposition d'une obligation de mise à jour après la déclaration volontaire de l'information sur une position vendeur.</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Certains intervenants considèrent que le régime d'information actuel est inadéquat. Ils recommandent d'ajouter des obligations d'information, comme de donner l'identité du vendeur à découvert et de présenter les positions d'ouverture et de clôture et les variations des positions. • Selon d'autres intervenants, lorsqu'un vendeur à découvert activiste a déclaré publiquement sa position vendeur, il conviendrait de l'obliger à déclarer le fait qu'il a dénoué sa position. • Certains intervenants sont d'avis que l'imposition d'obligations d'information supplémentaires aux vendeurs à découvert activistes pourrait entraîner de la part des autorités en valeurs mobilières une surveillance accrue qui n'est pas justifiée, et qui pourrait même être préjudiciable. • Des intervenants indiquent qu'il pourrait être difficile d'imposer de nouvelles obligations d'information sans d'abord étudier la situation de la liquidité au Canada, les données sous-jacentes et l'incidence potentielle de nouvelles obligations d'information. • D'autres intervenants affirment également que les ACVM devraient vérifier si les outils servant à réglementer la vente à découvert dans d'autres territoires atteignent les objectifs prévus et s'ils ont contribué à diminuer le nombre de campagnes de vente à découvert et de distorsion. Ils s'attendent à ce que toute proposition réglementaire sur la question tienne compte des points qu'ils soulèvent. • Un intervenant pense que l'absence de transparence quant à l'identité et à la participation financière des vendeurs à découvert activistes est problématique. 	<ul style="list-style-type: none"> • Nous prenons acte des propositions d'obligations d'information supplémentaire et des préoccupations exprimées. Nous continuerons de vérifier s'il est nécessaire d'imposer des obligations d'information supplémentaires et si les avantages qu'on en tirerait justifient les coûts de la conformité à celles-ci. • Dans le cadre de leurs travaux, les ACVM continueront de suivre l'évolution dans d'autres territoires, et plus particulièrement aux États-Unis. • Mentionnons qu'il existe des enjeux territoriaux, car les vendeurs à découvert activistes ne forment pas une catégorie de participants au marché et, la plupart du temps, ils ne sont pas Canadiens. De même, l'OCRCVM n'a compétence que sur les personnes inscrites, ce qui exclut les personnes non inscrites qui s'adonnent à la vente à découvert activiste.
<p>Question 12 : À votre avis, les mécanismes de sanction existants dissuadent-ils adéquatement les vendeurs à découvert activistes d'adopter des comportements problématiques? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi? Les mesures dissuasives peuvent-elles être améliorées par une réglementation propre aux vendeurs à découvert activistes? Dans l'affirmative, comment?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Les commentaires sont partagés. Certains intervenants estiment que les mécanismes de sanction actuels sont adéquats. • D'autres affirment qu'il est difficile de déterminer si les mécanismes de sanction sont adéquats parce que rares sont les cas qui font l'objet de poursuites, ce qui affaiblit les efforts de dissuasion. • On considère également que, même si les mécanismes de sanction existent, les exigences juridiques sont trop élevées pour établir la preuve d'un comportement illégal ou rendent les poursuites trop complexes. 	<ul style="list-style-type: none"> • Nous prenons acte des commentaires selon lesquels les mécanismes de sanction sont insuffisants ou que les exigences juridiques sont trop élevées pour établir la preuve d'un comportement illégal. Un obstacle non négligeable à l'efficacité des mécanismes de sanction visant les vendeurs à découvert activistes qui ont un comportement problématique réside dans le nombre limité de plaintes adressées aux ACVM et l'insuffisance conséquente d'éléments probants

Résumé des commentaires	Réponses
	<p>fournis par les émetteurs pour étayer leur cause.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nous tenons à signaler que les modifications apportées à la loi de la Colombie-Britannique intitulée <i>Securities Act</i>, y compris la nouvelle définition d'« activités promotionnelles » (<i>promotional activities</i>) et la révision de l'article 50 portant sur les « déclarations interdites » (<i>prohibited representations</i>), entrées en vigueur en 2020, peuvent répondre à ces préoccupations. En Ontario, comme il est mentionné dans l'Avis, des exigences similaires sont incluses dans le projet de <i>Loi sur les marchés financiers</i>. Il est trop tôt pour se prononcer sur les répercussions éventuelles de ces avancées sur les mécanismes de sanction, mais les ACVM surveilleront l'évolution de la situation. • Nous prenons acte des commentaires demandant l'adoption d'un droit privé d'action pour diffusion d'information fautive ou trompeuse.
<p>Question 13 : L'introduction de dispositions réglementaires ou réparatrices différentes ou supplémentaires pourrait-elle être envisagée pour dissuader davantage les comportements problématiques? Dans l'affirmative, quelles sont ces dispositions?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Pour certains intervenants, les ACVM disposent déjà des outils nécessaires pour remédier aux comportements problématiques et l'ajout de nouvelles dispositions pourrait avoir un effet dissuasif sur les activités légitimes de vente à découvert. • Certains intervenants proposent de nouvelles obligations, dont les suivantes : <p>Obligations d'emprunt préalable</p> <ul style="list-style-type: none"> • Quelques intervenants se disent préoccupés par l'absence d'obligations d'emprunt préalable et recommandent l'adoption de mesures de contrôle réglementaires plus strictes pour empêcher les ventes à découvert sans livraison. • Certains de ces intervenants appuient la recommandation du Groupe de travail invitant l'OCRCVM à adopter des exigences d'emprunt préalable ainsi que de dénouement et de rachat d'office forcé. • Certains, par ailleurs, estiment que rien ne prouve que la vente à découvert sans livraison pose problème. • L'un de ces intervenants pense que l'instauration d'obligations d'emprunt préalable, semblables à 	<ul style="list-style-type: none"> • Même si le document de consultation porte essentiellement sur la vente à découvert activiste, nous prenons néanmoins acte des commentaires exprimés sur le régime réglementaire de la vente à découvert en général. • Nous rappelons que les ACVM et l'OCRCVM continuent de surveiller le régime réglementaire applicable à la vente à découvert et renvoyons les intervenants à l'Avis conjoint 23-329, également publié aujourd'hui, qui traite davantage de ces questions plus vastes. • S'il existe des données à l'appui de l'adoption ou de la modification d'une règle concernant la hausse du cours au Canada, les ACVM et l'OCRCVM souhaitent qu'on leur communique ces renseignements.

Résumé des commentaires	Réponses
<p>celles qui existent aux États-Unis, risque d'alourdir le fardeau réglementaire et qu'il vaudrait mieux se concentrer sur le rachat d'office.</p> <ul style="list-style-type: none"> Un intervenant signale qu'il n'existe pas de rapport entre le nombre de transactions échouées et les ventes à découvert activistes, mais que l'OCRCVM devrait renforcer ses règles concernant la vente à découvert. <p>Vente à découvert dans le cadre de placements au moyen d'un prospectus et de placements privés / Recommandation 26 du Groupe de travail</p> <ul style="list-style-type: none"> Quelques intervenants expriment leurs opinions au sujet de la proposition faite récemment par le Groupe de travail sur la modernisation mis sur pied par l'Ontario visant à interdire la vente à découvert dans le cadre de placements au moyen d'un prospectus et de placements privés. Ces intervenants se disent préoccupés par l'effet potentiellement néfaste de cette activité sur les émetteurs et les investisseurs et appuie la proposition du Groupe de travail visant l'adoption d'une règle interdisant aux participants au marché et aux investisseurs ayant préalablement vendu des titres à découvert de les acquérir dans le cadre de placements au moyen d'un prospectus ou de placements privés. Un intervenant exprime un autre point de vue selon lequel il existe des raisons légitimes pour que de telles opérations aient lieu et qu'elles ne sont pas forcément un indice de manipulation du marché. <p>Autres recommandations</p> <ul style="list-style-type: none"> Trois intervenants recommandent que les autorités de réglementation rétablissent la règle concernant la hausse du cours (<i>uptick rule</i>); un intervenant suggère qu'il existe des données pour déterminer s'il est utile ou non de rétablir cette règle. Certains intervenants proposent que les ACVM considèrent l'opportunité d'inclure dans la législation des sanctions civiles visant la diffusion de déclarations fausses ou trompeuses. Certains intervenants suggèrent d'imposer une période de détention minimale aux vendeurs à découvert. D'autres intervenants s'opposent à la période de détention de 10 jours proposée, car cela équivaldrait à une interdiction tacite de toute vente à découvert activiste. D'autres intervenants soutiennent que les activistes devraient être tenus d'adhérer aux mêmes normes de professionnalisme et d'objectivité que celles que le CFA Institute impose à ses membres. D'autres intervenants suggèrent que quiconque publie une déclaration concernant la véracité de l'information publiée par un émetteur devrait déclarer sa position. Selon certains intervenants, il y aurait lieu d'entreprendre un examen réglementaire de la vente à découvert sans livraison, des transactions échouées et de l'incidence du retrait de la règle concernant la hausse du cours. 	<ul style="list-style-type: none"> Au sujet de l'application des normes du CFA Institute, le personnel fait remarquer que cela soulève la question de la définition du groupe qui correspondrait à la définition de vendeurs à découvert activistes et du genre de cadre qui s'appliquerait pour imposer des normes et régir les vendeurs à découvert activistes.

Résumé des commentaires	Réponses
<p>Question 14 : Pouvez-vous donner des exemples précis de comportements de vendeurs à découvert activistes qui, à votre avis, sont problématiques, mais pourraient ne pas constituer des infractions à la législation en valeurs mobilières actuelle, comme la manipulation du marché ou encore les déclarations ou l'information fausses ou trompeuses? Selon vous, comment les autorités en valeurs mobilières pourraient-elles s'attaquer à ces comportements problématiques?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • Voici quelques exemples donnés par les intervenants de comportements problématiques qui pourraient ne pas constituer des infractions à la législation actuelle : <ul style="list-style-type: none"> ○ l'utilisation d'information fausse ou trompeuse ou de déclarations incendiaires ayant une incidence négative, mais non significative, sur le cours; ○ la publication de déclarations sous le couvert de l'anonymat ou à l'égard desquelles l'identité de leur auteur (personne physique ou société) a été masquée intentionnellement; ○ la formulation d'accusations imprécises ou vagues contre un émetteur ou sa direction qu'il est difficile de contester ou de réfuter; ○ la diffusion de déclarations dans l'intention de manipuler les cours, par exemple au moment où un ordre conditionnel ou de clôture a déjà été passé sur le marché; ○ la diffusion d'une déclaration ciblant un émetteur à un moment où il ne peut pas répliquer en raison d'une période de silence ou d'une déclaration ayant trait à l'annonce d'un changement important en cours, tel qu'une opération de fusion et d'acquisition qui ne peut pas être rendue publique. • Un intervenant fait remarquer que la réglementation et les infractions existantes en matière de valeurs mobilières pourraient être modifiées pour englober explicitement les activités problématiques sans qu'il soit nécessaire d'adopter une nouvelle réglementation ou de créer de nouvelles infractions susceptibles d'entraver ou d'empêcher la vente à découvert en général. • Deux intervenants soutiennent que l'absence d'un registre ou de surveillance officielle des vendeurs à découvert activistes par un organisme professionnel crée des problèmes potentiels de compétence pour le traitement des comportements problématiques qui ne constituent pas des infractions à la législation en valeurs mobilières actuelle. 	<ul style="list-style-type: none"> • Le personnel reconnaît qu'au cours d'une campagne, il peut y avoir des comportements ou des tactiques problématiques qui ne constituent pas des infractions à la législation en valeurs mobilières actuelle. Un tel comportement risque toutefois de ne pas nécessairement justifier une interdiction pure et simple en vertu de la législation en valeurs mobilières. Le personnel reconnaît que le recours à des tactiques de ce genre risque de miner la confiance à l'égard des marchés financiers. • Nous reconnaissons également que, dans la plupart des territoires des ACVM, pour établir qu'une infraction visant la manipulation du marché et la diffusion de déclarations fausses ou trompeuses a été commise, il est nécessaire de démontrer l'incidence des déclarations sur le marché. • En ce qui a trait à l'absence de registre des vendeurs à découvert activistes, comme il est indiqué précédemment, cela soulève la question de la définition du groupe qui correspondrait à la définition de vendeurs à découvert activistes et du genre de cadre qui s'appliquerait pour imposer des normes et régir les vendeurs à découvert activistes
<p>Question 15 : Est-il important qu'une déclaration ait des répercussions réelles sur le marché pour que soit entamée une mesure de sanction par les autorités en valeurs mobilières? Devrait-on appliquer une autre norme? Ainsi, la norme de l'« investisseur raisonnable » vous paraît-elle préférable (par exemple un investisseur raisonnable considérerait-il cette déclaration comme importante au moment de prendre une décision d'investissement)? Dans l'affirmative, pourquoi? Quelles seraient les conséquences possibles d'un tel changement?</p>	
<ul style="list-style-type: none"> • De nombreux intervenants sont d'avis que l'élimination de l'évaluation des répercussions sur le marché et du seuil d'importance relative risque d'avoir un important effet dissuasif sur la vente à découvert. Certains intervenants considèrent que les coûts l'emporteront sur les avantages 	<ul style="list-style-type: none"> • Nous remercions les intervenants de nous avoir transmis leurs commentaires.

Résumé des commentaires	Réponses
<p>découlant de tels changements et qu'il sera essentiel d'établir quelles seront les répercussions réelles sur le marché.</p> <ul style="list-style-type: none"><li data-bbox="191 370 1268 451">• Divers intervenants estiment que la norme de l'investisseur raisonnable pourrait constituer une approche équilibrée pour améliorer l'information du public sans alourdir excessivement le fardeau des participants au marché.	