

7.1

Avis et communiqués

7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

Avis de publication

- **Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM : *La vente à découvert au Canada***
- **Avis 25-306 du personnel des ACVM : *Mise à jour sur la vente à découvert activiste***

(Textes publiés ci-dessous)

CSA/ACVM Canadian Securities Administrators **Autorités canadiennes en valeurs mobilières**

Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM
La vente à découvert au Canada

Le 8 décembre 2022

Contexte et introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (**ACVM**) et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM** et, avec les ACVM, **nous**) publient l'Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM, *La vente à découvert au Canada* (**l'avis**) afin de présenter un aperçu du cadre réglementaire actuel de la vente à découvert, de fournir de l'information à jour sur les projets connexes en cours et de solliciter les commentaires du public sur des questions réglementaires.

Nous estimons qu'il est important et opportun de revoir notre cadre réglementaire pour s'assurer qu'il est à jour et approprié compte tenu de l'évolution constante du marché. Le présent avis exprime notre engagement en ce sens, surtout à la lumière des commentaires que nous avons reçus du public concernant la vente à découvert et les changements observés sur la scène internationale, dont il sera question plus loin dans l'avis.

Les ACVM publient également aujourd'hui un résumé des commentaires sur le Document de consultation 25-403 des ACVM, *La vente à découvert activiste* (le **document de consultation sur la vente à découvert activiste**), et la réponse à ceux-ci¹. Le document de consultation sur la vente à découvert activiste a été publié le 3 décembre 2020. Il avait pour objet de favoriser la discussion concernant les préoccupations que soulève la vente à découvert activiste et son incidence potentielle sur les marchés des capitaux. Certains des commentaires reçus en réponse à ce document débordaient du cadre de la vente à découvert activiste et portaient sur la vente à découvert et sa réglementation en général. Des questions similaires ont aussi été soulevées par d'autres intervenants. Ces commentaires sont présentés dans le résumé des commentaires sur le document de consultation sur la vente à découvert activiste et publiés aujourd'hui dans l'Avis 25-306 du personnel des ACVM, *Mise à jour sur la vente à découvert activiste* (**l'Avis 25-306 du personnel**). Les commentaires généraux sur la vente à découvert sont traités dans le présent avis.

Bien que le présent avis n'aborde pas directement le régime canadien de règlement des opérations, nous traitons de manière générale des transactions échouées et des projets connexes afin de fournir davantage de contexte sur leur lien avec la vente à découvert.

L'avis est structuré comme suit :

- la partie 1 présente le contexte de la vente à découvert et des transactions échouées ainsi qu'un aperçu des obligations réglementaires en vigueur concernant la vente à découvert;
- la partie 2 comprend une analyse des commentaires et des préoccupations des intervenants en matière de vente à découvert et de transactions échouées et pose des questions précises afin de connaître l'avis du public.

¹ Au https://lautorite.gc.ca/professionnels/reglementation-et-obligations/consultations-publiques/sujet/bourses-oar-et-chambres-de-compensation/terminees/3#consultation_1615.

Partie 1. Contexte de la vente à découvert, des transactions échouées et du cadre réglementaire

A. Définition de vente à découvert

Les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) définissent une « vente à découvert »² comme la vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire³. Il s'agit donc de vendre des titres au cours du marché soit dans l'attente de pouvoir couvrir la position vendeur par un achat ultérieur à un cours inférieur et en tirer un profit ou alors en vue de réaliser un profit sur la différence entre le cours des titres vendus à découvert et celui d'un titre connexe. La vente à découvert est une pratique de négociation légitime qui aide les participants au marché à gérer les risques, contribue à la liquidité du marché et favorise la formation des cours.

La vente à découvert comporte certains risques. Par exemple, le vendeur à découvert peut engager des coûts potentiellement illimités pour dénouer sa position à découvert si le cours du titre augmente.

B. Définition de transactions échouées

L'expression « transaction échouée » n'est pas définie dans la législation en valeurs mobilières. Cependant, il est généralement entendu qu'une transaction échouée se produit lorsqu'un vendeur (à découvert ou non) ne livre pas les titres ou que l'acheteur ne fait pas le paiement à la livraison ou à l'échéance, soit actuellement le deuxième jour ouvrable après la date de la transaction, à moins que les parties n'aient convenu d'une date de règlement ultérieure au moment de la transaction. Elle peut aussi découler d'une complication liée aux instructions de l'acheteur et du vendeur concernant le règlement (par exemple une disparité entre leurs instructions, une absence d'instructions de la part d'une partie ou un retard dans leur transmission). Dans le cadre du présent avis, une « transaction échouée », un « défaut de règlement » et un « défaut de livraison » s'entendent de la non-livraison d'un titre à la date de règlement.

L'expression « transaction échouée »⁴ est définie au paragraphe 1.1 des RUIM. Elle comprend une vente à découvert pour un compte qui a fait défaut de mettre en disponibilité des titres afin de permettre le règlement ou a fait défaut de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès (au sens des RUIM)⁵ afin d'emprunter des titres à temps pour assurer la livraison à la date du règlement.

C. Aperçu du cadre réglementaire actuel de la vente à découvert

Principalement surveillée par l'OCRCVM, la vente à découvert est soumise à l'encadrement bien établi de la législation canadienne en valeurs mobilières et des règles de l'OCRCVM, y compris un régime

² Paragraphe 1.1 des RUIM; voir aussi la Politique 1.1 – Définitions, Article 3 – Définition de *vente à découvert* dans les RUIM au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>.

³ L'expression « vente à découvert » est utilisée dans la législation en valeurs mobilières, mais sans y être définie. Voir, par exemple, l'article 194 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, R.L.R.Q., ch. V-1.1, l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1990, dans sa version modifiée, et l'article 54 de la *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse, qui prévoient l'obligation de déclarer une position à découvert et décrivent ce qui en constitue une.

⁴ Paragraphe 1.1 des RUIM au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>.

⁵ Paragraphe 1.1 des RUIM au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>.

d'information détaillé fournissant à celui-ci en temps utile des renseignements lui permettant de surveiller les pratiques potentiellement inappropriées de vente à découvert.

i. Obligations prévues par la législation canadienne en valeurs mobilières

La législation canadienne en valeurs mobilières oblige toute personne qui passe un ordre de vente de titres auprès d'un courtier inscrit à lui indiquer au moment de la passation de l'ordre si elle n'est pas propriétaire des titres⁶.

La législation en valeurs mobilières⁷ et le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*⁸ (le **Règlement 23-101**) interdisent les activités manipulatrices ou trompeuses, qui pourraient prendre forme dans le cadre d'une vente à découvert.

ii. Exigences de l'OCRCVM

L'OCRCVM impose aux participants⁹ et aux personnes ayant droit d'accès¹⁰ plusieurs exigences en matière de vente à découvert, dont les suivantes :

- l'obligation de désigner tous les ordres à découvert comme « ventes à découvert » ou « ordres dispensés de la mention à découvert »¹¹;
- l'obligation de communiquer à l'OCRCVM les « transactions échouées sur une période prolongée »¹²;
- l'obligation selon laquelle, si un relevé de transactions échouées sur une période prolongée est déposé auprès de l'OCRCVM, d'autres ventes à découvert ne peuvent généralement pas être effectuées par ce participant, qui fait fonction de contrepartiste ou de mandataire, ou par une

⁶ On notera, par exemple, l'article 194 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, en vertu duquel il est interdit de vendre un titre à découvert sans en avoir informé, au préalable, le courtier chargé de l'exécution de l'opération. Voir aussi l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario et l'article 54 de la *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse.

⁷ Voir, par exemple, les articles 195.2, 197, 199.1 et 200 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, R.L.R.Q., ch. V-1.1; les articles 126.1 et 126.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1996, chap. S.5; les articles 93 et 221.1 de la *Securities Act* de l'Alberta, R.S.A. 2000, c. S-4; les articles 57 et 168.1 de la *Securities Act* de la Colombie-Britannique, R.S.B.C. 1996, c. 418; l'article 76 et le paragraphe 136(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Manitoba, c. S50 de la *C.P.L.M.*; les articles 55.1 et 55.11 et le paragraphe 55.13(1) de *The Securities Act, 1988* de la Saskatchewan, c. S-42.2; les articles 132A et 132B de la *Securities Act* de la Nouvelle-Écosse et les articles 150, 151, 152 et 156 de la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec, R.L.R.Q., ch. I-14.01.

⁸ Voir l'article 3.1 du *Règlement 23-101*.

⁹ Selon les RUIIM, un « participant » s'entend d'un courtier qui est membre d'une bourse, d'un utilisateur d'un système de cotation ou d'un adhérent d'un système de négociation parallèle (**SNP**).

¹⁰ Selon les RUIIM, une « personne ayant droit d'accès » s'entend d'une personne autre qu'un participant qui est un adhérent à un marché ou un utilisateur de celui-ci.

¹¹ Voir les RUIIM, *Article 3 – Ventes à découvert, Interdiction de saisie d'ordres*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/32-interdiction-de-saisie-dordres>. Un ordre dispensé de la mention à découvert comprend tout ordre concernant un titre passé par un compte qui est un compte d'arbitrage, le compte d'un teneur de marché pour ce titre ou d'autres comptes déterminés qui achètent ou vendent des titres et qui ne détiennent, à la fin de chaque jour de bourse, rien de plus qu'une position acheteur ou vendeur nominale sur un titre donné. Voir les RUIIM, *Article 1 – Définitions et interprétation*, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>.

¹² Doivent être déclarés à l'OCRCVM une transaction pour laquelle il n'y a pas eu de règlement et le fait que ce défaut n'a pas été corrigé dans les 10 jours de bourse suivant la date de règlement initiale. Voir les RUIIM, *Article 7 – Négociation sur un marché – Transactions échouées sur une période prolongée*, <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/710-transactions-echouees-sur-une-periode-prolongee>.

personne ayant droit d'accès sans que des dispositions préalables aient été prises en vue de l'emprunt des titres nécessaires au règlement¹³;

- la capacité de l'OCRCVM de désigner un titre comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »¹⁴;
- la capacité de l'OCRCVM de désigner un titre comme « titre inadmissible à une vente à découvert »¹⁵.

Les RUIIM obligent aussi les participants et les personnes ayant droit d'accès à calculer les positions à découvert globales de chaque compte individuel et à les déclarer à l'OCRCVM deux fois par mois¹⁶. L'OCRCVM publie sur son site Web un rapport consolidé des positions à découvert indiquant les positions à découvert globales sur tous les titres inscrits à la date de présentation de l'information courante et la variation nette des positions à découvert par rapport à la date de présentation de l'information antérieure, pour chaque titre¹⁷. Il rassemble également les opérations désignées comme « ventes à découvert » sur tous les marchés qu'il supervise, regroupe cette information et publie deux fois par mois un rapport sur le total des ventes à découvert du secteur pour chaque titre au cours de la période de présentation de l'information¹⁸.

À l'instar de la législation en valeurs mobilières, les RUIIM interdisent elles aussi les activités manipulatrices ou trompeuses. Dans le contexte d'une vente à découvert, de telles activités comprennent la saisie d'un ordre de vente d'un titre sans attente raisonnable, au moment de la saisie de l'ordre, de pouvoir régler toute transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre à la date de règlement. Ainsi, les RUIIM n'autorisent pas la vente à découvert sans attente raisonnable de règlement des transactions qui en découlent à la date de règlement, soit généralement deux jours après la date de la transaction¹⁹.

¹³ Voir les RUIIM, Article 6 – Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/61-saisie-dordres-sur-un-marche>.

¹⁴ Un « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » s'entend d'un titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme titre à l'égard duquel un ordre qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert ne peut être saisi sur un marché, à moins que le participant ou la personne ayant droit d'accès n'ait pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres qui seraient nécessaires afin de régler la transaction. Voir les RUIIM, Article 1 – Définitions et interprétation, et Politique 1.1, Définition de titre visé par un emprunt préalable, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>. Voir aussi les RUIIM, Article 6 – Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/61-saisie-dordres-sur-un-marche>.

¹⁵ Un « titre inadmissible à une vente à découvert » s'entend d'un titre ou d'une catégorie de titres qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme constituant un titre à l'égard duquel un ordre, qui constituerait une vente à découvert s'il était exécuté, ne peut être saisi sur un marché au cours d'un jour ou de plusieurs jours de bourse déterminés. Voir les RUIIM, Article 1 – Définitions et interprétation, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/11-definitions>, et aussi le paragraphe 3.2 – Interdiction de saisie d'ordres, au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/32-interdiction-de-saisie-dordres>.

¹⁶ Voir les RUIIM, Article 10 – Conformité, Relevés de positions à découvert, <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/1010-relevés-de-positions-decouvert>.

¹⁷ Le [rapport consolidé des positions à découvert](#) est publié deux fois par mois et est fondé sur l'information concernant les positions à découvert transmise à l'OCRCVM par les participants et les personnes ayant droit d'accès.

¹⁸ Le [Rapport sommaire statistique sur les ventes à découvert](#) préparé par l'OCRCVM indique ce que les ventes à découvert représentent par rapport au volume d'activité global sur un titre en particulier, selon les données sur les opérations désignées comme « vente à découvert » que fournit à l'OCRCVM chaque marché supervisé par lui. Le rapport est produit deux fois par mois, soit i) pour la période du 1^{er} au 15 du mois et ii) pour la période du 16 à la fin du mois.

¹⁹ Voir les RUIIM, Article 2 – Pratiques de négociation abusives, Activités manipulatrices et trompeuses, paragraphes (g) et (h), au <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/22-activites-manipultrices-et-trompeuses>.

Le 17 août 2022, l'OCRCVM a publié une note d'orientation confirmant l'obligation d'un participant d'avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction découlant de la saisie d'un ordre de vente à découvert à la date de règlement, plutôt qu'une attente raisonnable de règlement de la transaction ultérieurement, dont à la date à laquelle les titres appartenant au vendeur assujettis à des restrictions à la revente deviennent librement négociables²⁰.

L'OCRCVM surveille aussi les activités de négociation potentiellement abusives. Dans le contexte des activités de vente à découvert, il utilise des algorithmes pour observer les niveaux inhabituels des ventes à découvert conjugués avec les fluctuations importantes des cours et examine les alertes pour déterminer la cause des fluctuations des cours et s'il y a une indication d'activités de négociation abusives. Il peut aussi scruter les médias sociaux ou les salons de clavardage et examiner les relevés de transactions échouées sur une période prolongée pour y déceler des indications de problèmes de règlement.

En outre, l'OCRCVM dispose d'autres alertes afin de détecter toute variation dans la tendance historique des ventes à découvert d'un titre déterminé. Il peut ainsi déterminer si les ventes à découvert commencent à être concentrées au sein d'un courtier ou d'un client en particulier. Si des niveaux inhabituels de ventes à découvert sont dépistés, l'OCRCVM peut prendre les mesures suivantes :

- intervenir afin de modifier ou d'annuler toute transaction jugée « déraisonnable »;
- imposer une interruption de la négociation d'un titre déterminé sur tous les marchés;
- aviser l'émetteur inscrit d'une activité inhabituelle sur le marché;
- faire enquête sur une activité possiblement non conforme aux RUIIM;
- faire intervenir son personnel de la mise en application pour un examen approfondi et l'imposition possible de mesures disciplinaires.

S'il le juge approprié, l'OCRCVM peut également renvoyer le cas à la direction de l'application de la loi de l'autorité membre des ACVM compétente aux fins d'enquête et de mesures additionnelles.

Comme il est indiqué ci-dessus, l'OCRCVM oblige les participants à désigner tous les ordres à découvert comme « ventes à découvert » ou « ordres dispensés de la mention à découvert ». Cette exigence est contenue dans les dispositions plus larges des RUIIM en vertu desquelles les participants doivent utiliser la désignation ou l'identificateur approprié sur un ordre transmis à un marché réglementé par l'OCRCVM²¹. Lorsqu'il y a absence ou erreur de désignation ou d'identificateur sur un ordre exécuté au moins en partie, le participant doit déposer un rapport dans le Système de correction des désignations réglementaires²². Les désignations utilisées par les participants font l'objet d'un examen de conformité par l'OCRCVM.

L'OCRCVM a achevé récemment une étude portant sur les transactions échouées. Celle-ci se fondait sur cinq ans (du 1^{er} avril 2015 au 31 mars 2020) de données sur les règlements provenant de Services de

²⁰ Voir l'[Avis de l'OCRCVM 22-0130 – Note d'orientation sur l'obligation d'un participant d'avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction découlant de la saisie d'un ordre de vente à découvert](#).

²¹ <https://www.ocrcvm.ca/regles-et-affaires-disciplinaires/ruim/62-designations-et-identificateurs>.

²² <https://www.ocrcvm.ca/nouvelles-et-publications/avis-et-notes-dorientation/corrections-de-designations-et-utilisation-du-systeme-de-correction-des-designations-reglementaires>.

dépôt et de compensation CDS inc. (CDS) concernant le règlement net continu (RNC)²³, les positions en cours, les rachats d'office et les transactions réglées au moyen d'un règlement individuel (*trade-for-trade*)²⁴. L'Avis de l'OCRCVM 22-0190 présente les résultats de l'étude et une analyse des processus de RNC et de règlement individuel. En fait, l'étude a permis de relever plusieurs points à prendre en compte :

- les problèmes de règlement possibles diffèrent d'un titre inscrit à l'autre et il pourrait ainsi ne pas être approprié d'adopter une approche unique;
- les motifs évoqués pour les échecs varient selon le courtier et plusieurs d'entre eux avec un modèle d'entreprise similaire présentaient un taux d'échec disproportionné par rapport à l'ensemble de leurs activités de négociation;
- les corrélations entre les ventes à découvert et les problèmes de règlement de titres cotés sur des bourses qui inscrivent à leur cote des titres de sociétés à petite capitalisation²⁵ y étaient plus évidentes que sur d'autres bourses;
- les problèmes de règlement sont plus fréquents pour les titres inscrits à des bourses qui inscrivent à leur cote des titres de sociétés à petite capitalisation par rapport aux titres inscrits à d'autres bourses, surtout dans les secteurs des mines, des soins de santé et de l'énergie;
- une plus forte corrélation a été observée entre les transactions échouées non réglées qui devaient l'être au moyen du RNC et les positions à découvert déclarées qu'entre les transactions échouées toujours non réglées 10 jours après la date de règlement et les positions à découvert sur les transactions qui devaient l'être au moyen du processus de règlement individuel.

À l'**annexe A**, nous présentons un historique détaillé des exigences de l'OCRCVM en matière de vente à découvert, un résumé des études effectuées au fil du temps pour en évaluer la pertinence et les motifs justifiant leur maintien ou leur retrait.

Partie 2. Analyse

Aperçu des commentaires sur la vente à découvert

Il est largement reconnu que la vente à découvert joue un rôle important sur les marchés financiers en favorisant la transparence, la liquidité et la formation des cours, et, par conséquent, l'intégrité des marchés et la protection des investisseurs. La vente à découvert peut aussi se révéler une bonne stratégie de gestion des investissements pour réduire le risque de portefeuille par la couverture des positions vendeur au moyen de positions acheteur, ce qui permet de réduire les pertes peu importe la tendance du marché.

Les vendeurs à découvert, surtout les vendeurs à découvert activistes annonçant publiquement qu'ils ont une position vendeur sur les titres d'un émetteur, peuvent fournir sur celui-ci de nouveaux

²³ Chaque jour, les marchés boursiers canadiens transmettent directement à la CDS un rapport sur l'ensemble des transactions. La plupart de ces transactions seront réglées par RNC, au moyen d'un processus de novation (opération de règlement entre deux courtiers remplacée par deux opérations, soit entre chacun des courtiers et la CDS) et d'établissement du solde net.

²⁴ Certains courtiers membres de l'OCRCVM qui sont des adhérents de la CDS peuvent fournir directement à celle-ci des instructions de règlement. Dans le cadre d'un règlement individuel, le règlement s'effectue directement entre deux adhérents de la CDS.

²⁵ La Bourse de croissance TSX (TSXV), la Bourse des valeurs canadiennes (CSE) et La Bourse NEO (NEO) sont les bourses à la cote desquelles sont inscrits des titres de sociétés à petite capitalisation.

renseignements pouvant aider à faire en sorte que le cours des titres reflète de plus près leur valeur sous-jacente. Par exemple, ils repèrent les titres qui, à leur avis, pourraient être surévalués. Souvent, une correction du cours des titres survient sur le marché après le dévoilement d'information par des vendeurs à découvert activistes. Comme l'indique le document de consultation sur la vente à découvert activiste, les émetteurs prennent parfois certaines mesures en réponse aux campagnes de vente à découvert, notamment le remplacement de la direction ou l'embauche d'un nouvel auditeur ou d'un enquêteur indépendant.

La vente à découvert n'échappe toutefois pas à la controverse, elle-même ou certains aspects des activités qui la concernent étant perçus de manière défavorable par certains intervenants. Les émetteurs s'entendent pour dire qu'ils perçoivent un laxisme dans le régime réglementaire canadien par rapport à celui d'autres territoires, particulièrement les États-Unis, ce qui facilite le lancement de campagnes activistes visant injustement les émetteurs canadiens.

Comme il en a été question dans le passé et tel qu'il est expliqué en détail à l'annexe A, nous estimons que le régime réglementaire canadien applicable aux ventes à découvert est, de manière générale, conforme aux quatre principes pour une réglementation efficace des ventes à découvert publiés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en 2009²⁶. En outre, comme il est indiqué en conclusion de l'Avis 25-306 du personnel, rien ne permet de prouver que des enjeux précis découlant de campagnes de vente à découvert activistes justifieraient une réponse réglementaire. Néanmoins, nous prenons acte des commentaires concernant la vente à découvert en général, dont certains ont été formulés tout récemment. Nous traitons des principaux thèmes ci-après et invitons le public à formuler d'autres commentaires.

*i. Critère relatif à la variation du cours*²⁷

Le critère relatif à la variation du cours était une limite appliquée au cours auquel certains types d'opérations pouvaient être effectuées. Dans le cas des ventes à découvert assujetties à ce critère, la vente ne pouvait être effectuée à un prix inférieur à celui de l'opération précédente, sous réserve de rares exceptions.

Comme le précise l'annexe A, l'OCRCVM a modifié les RUIM en mars 2012 pour en supprimer ce critère. La suppression était appuyée par des preuves empiriques apportées par des études sur les ventes à découvert et les transactions échouées sur le marché canadien. Ces études n'ont pas établi de lien entre la chute rapide d'un cours et une activité de vente à découvert inhabituelle et n'appuyaient pas

²⁶ Voir le rapport final de l'OICV sur la réglementation des ventes à découvert intitulé *Regulation of Short Selling – Final Report* (en anglais seulement) au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>. Premier principe : la vente à découvert devrait faire l'objet de contrôles appropriés afin de réduire au minimum les risques susceptibles de nuire au fonctionnement ordonné et efficient des marchés financiers et à leur stabilité; deuxième principe : la vente à découvert devrait être encadrée par un régime de déclaration permettant au marché et aux autorités de marché d'obtenir de l'information en temps opportun; troisième principe : la vente à découvert devrait être assujettie à un régime efficace de conformité et de mise en application; quatrième principe : la réglementation en matière de vente à découvert devrait autoriser des exceptions appropriées pour certains types de transactions afin de favoriser le fonctionnement et la croissance du marché de manière efficiente.

²⁷ Le critère relatif à la variation du cours désignait une ancienne exigence des RUIM qui interdisait toute vente à découvert à un prix moindre que le dernier cours vendeur du titre.

l'adoption d'une règle de rechange concernant la variation du cours similaire à la *Rule 201* de la Securities and Exchange Commission (**SEC**) des États-Unis²⁸.

Des préoccupations ont été exprimées quant à la possibilité que la suppression du critère relatif à la variation du cours soit perçue de manière défavorable. Plusieurs intervenants ayant formulé des commentaires sur le document de consultation sur la vente à découvert activiste ont recommandé aux ACVM d'analyser les répercussions qu'a eues la suppression du critère sur le marché.

L'OCRCVM surveille le nombre de ventes à découvert par rapport aux ventes totales, ainsi que la fréquence à laquelle des ventes à découvert sont exécutées à un cours inférieur à celui de l'opération précédente. Des résultats de la surveillance sont présentés à l'annexe C et indiquent ce qui suit :

- la fréquence des ventes à découvert exécutées à un cours inférieur est relativement faible si on la compare à celle des ventes à découvert exécutées à d'autres échelons de cotation;
- le pourcentage des ventes à découvert exécutées à un cours inférieur est moins élevé aux bourses qui inscrivent à leur cote des titres de sociétés à petite capitalisation qu'aux autres bourses;
- à toutes les bourses, la fréquence des opérations effectuées à des cours inférieurs est moins élevée pour les ventes à découvert que pour les ventes non à découvert.

ii. Vente à découvert et obligations d'emprunt préalable

Des préoccupations ont été soulevées à l'égard de la possibilité que des participants au marché effectuant des ventes à découvert saisissent des ordres de vente à découvert sans avoir l'intention de régler les transactions qui en découlent à la date de règlement, uniquement en vue de faire baisser le cours des titres d'un émetteur. Le vendeur à découvert ne livre pas les actions à la date de règlement et entend régler la transaction plus tard, lorsque les titres pourront être achetés sur le marché libre à un prix avantageux pour lui.

Tel qu'il est indiqué ci-dessus, la législation canadienne en valeurs mobilières et les RUIIM interdisent toute activité manipulatrice ou trompeuse. Les RUIIM précisent que la saisie d'un ordre de vente à découvert sans avoir une attente raisonnable de pouvoir régler la transaction qui en découle à la date de règlement est considérée comme une apparence fautive ou trompeuse d'activité de négociation et donc comme une activité manipulatrice ou trompeuse²⁹.

Comme il a été mentionné antérieurement, l'OCRCVM a publié une note d'orientation le 17 août 2022 visant à clarifier que les participants, avant de saisir un ordre de vente à découvert, doivent avoir une attente raisonnable de pouvoir accéder à un nombre suffisant de titres pour régler toute transaction qui

²⁸ La Rule 201 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.

²⁹ Article 2 - *Apparence fautive ou trompeuse d'une activité de négociation ou cours factice* de la politique 2.2 des RUIIM, *Activités manipulatrices et trompeuses*.

en découle à la date de règlement³⁰. Dans le présent avis, l'OCRCVM présente des exemples de participant qui ne serait pas en mesure de démontrer qu'il s'attend raisonnablement à disposer d'un nombre suffisant d'actions à la date de règlement et où la saisie d'un ordre serait interdite.

En outre, tel qu'il est indiqué ci-dessus, l'OCRCVM impose des obligations d'« emprunt préalable », dont l'interdiction pour les participants et les personnes ayant droit d'accès d'effectuer d'autres ventes à découvert si un relevé de transactions échouées sur une période prolongée portant sur la vente d'un titre pour laquelle il n'y a pas eu règlement a été déposé auprès de l'OCRCVM. En particulier, d'autres ventes à découvert ne peuvent généralement pas être effectuées par le participant (qui fait fonction de contrepartiste ou de mandataire) ou par la personne ayant droit d'accès sans que des dispositions préalables aient été prises en vue de l'emprunt des titres nécessaires au règlement³¹. Les participants et les personnes ayant droit d'accès doivent aussi prendre des dispositions pour emprunter des titres désignés par l'OCRCVM comme « titres visés par l'obligation d'emprunt préalable » avant de saisir un ordre de vente à découvert sur le marché³².

Malgré ces obligations, des voix se sont élevées en réponse au document de consultation sur la vente à découvert activiste pour affirmer que les obligations en vigueur au Canada ne sont pas suffisamment contraignantes, surtout en comparaison à celles qui sont en vigueur aux États-Unis. Certains intervenants ont fait remarquer qu'aux États-Unis, la *Regulation SHO* oblige le courtier à refuser un ordre de vente à découvert visant des titres de capitaux propres, à moins i) d'avoir emprunté les titres ou conclu de bonne foi une entente d'emprunt des titres ou ii) d'avoir des motifs raisonnables de croire que le titre peut être emprunté et livré à la date de livraison prévue, et iii) d'avoir documenté sa conformité à cette obligation³³.

En Ontario, le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers (le **Groupe de travail**) a recommandé à l'OCRCVM de réviser les RUIIM pour exiger qu'un participant confirme qu'il est possible d'emprunter des titres avant d'accepter un ordre de vente à découvert d'une autre personne ou de placer un ordre pour son propre compte³⁴.

Nous demandons si le marché est mûr pour l'introduction de telles obligations. En particulier, nous posons les questions suivantes :

Questions :

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

³⁰ Voir l'[Avis de l'OCRCVM 22-0130 – Note d'orientation sur l'obligation d'un participant d'avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction découlant de la saisie d'un ordre de vente à découvert](#).

³¹ Voir les RUIIM, Article 6 – *Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché*, paragraphes 6.1(4) et 6.1(6).

³² L'expression « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » s'entend d'un titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme un titre à l'égard duquel un ordre qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert ne peut être saisi sur un marché, à moins que le participant ou la personne ayant droit d'accès n'ait pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres qui seraient nécessaires afin de régler la transaction. RUIIM, Politique 1.1, définition de *titre visé par un emprunt préalable*; voir aussi l'Article 6 – *Saisie et diffusion d'ordres – Saisie d'ordres sur un marché*, paragraphe 6.1(5).

³³ Rule 242.203(b)(1) de la SEC prise en vertu de la *Regulation SHO – Regulation of Short Sales*, au <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-242>.

³⁴ Au <https://files.ontario.ca/books/mof-capital-markets-modernization-taskforce-final-report-fr-2021-01-22.pdf>.

introduire des obligations d'« emprunt préalable » similaires à celle des États-Unis, comme il est indiqué ci-dessus? Veuillez étayer votre réponse et présenter des données à l'appui.

2. Quels seraient les coûts et les avantages de ces obligations?

iii. Exigences de l'OCRCVM relatives aux transactions échouées sur une période prolongée

Nous avons traité ci-dessus de l'obligation pour les participants et les personnes ayant droit d'accès de déclarer les transactions échouées sur une période prolongée. L'OCRCVM a aussi prévu une disposition anti-échappatoire pour interdire aux participants de réaliser une opération ou une série d'opérations dans le but de « reclasser chronologiquement » le défaut afin d'éviter d'avoir à déposer un relevé des transactions échouées sur une période prolongée, ce qui contreviendrait à l'exigence de faire preuve de transparence et de loyauté dans leurs activités de négociation conformément à la règle 2.1 des RUIM³⁵.

Une transaction échouée ne peut être déclarée que dix jours de bourse après la date de règlement. Cette mesure visait à accorder un délai administratif pouvant avoir une incidence sur le règlement et à mieux reconnaître les transactions les plus préoccupantes.

Des intervenants se sont interrogés sur cette période de dix jours. Ils se demandent si ce délai n'est pas trop long pour déclarer une transaction non réglée et s'il devrait être raccourci.

Questions :

3. Est-ce que la définition actuelle de « transaction échouée », telle qu'elle figure à la partie 1 ci-dessus, décrit une transaction échouée de manière appropriée?
4. Devrait-on envisager de réduire le délai de dix jours suivant la date de règlement prévue? Quel serait un délai approprié? Veuillez étayer votre réponse et présenter des données à l'appui.

iv. Transparence des positions de vente à découvert

Nous avons indiqué ci-dessus que l'OCRCVM informe le public des positions à découvert par la publication bimensuelle du Rapport consolidé des positions à découvert. Contrairement à d'autres territoires (comme l'Union européenne et l'Australie), il n'y a pas d'obligation d'information réglementaire ou d'obligation d'information du public, ou d'exigence relative à la présentation d'information sur la position à découvert d'un compte individuel. Malgré tout, il n'est pas rare qu'à l'amorce d'une campagne, des vendeurs à découvert activistes déclarent volontairement qu'ils ont pris une position à découvert sur un titre en particulier.

Comme il est indiqué à l'annexe A, l'OCRCVM a mené de vastes consultations sur les mesures de transparence qui permettraient de communiquer rapidement l'information au marché. Le Rapport sommaire statistique sur les ventes à découvert³⁶ a été présenté en 2013 et, en 2016, après de nouvelles consultations, l'OCRCVM a aussi commencé la publication du Rapport consolidé des positions à découvert³⁷, également décrit à l'annexe A. L'OCRCVM publie également deux fois par mois le Rapport sur les corrections de désignations « vente à découvert »³⁸, qui montre l'ensemble des corrections de

³⁵ Sous-alinéa (1)(a) de la Règle 2.1 des RUIM, *Activités de négociation inacceptables*.

³⁶ <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>

³⁷ <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>

³⁸ <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>

désignation qui influent sur le volume de ventes à découvert négocié faites par l'entremise du Système de correction des désignations réglementaires.

Les commentaires fournis en réponse au document de consultation sur la vente à découvert activiste qui sont favorables à une transparence accrue sont résumés dans l'Avis 25-306 du personnel publié aujourd'hui et comprennent des recommandations de déclaration obligatoire de l'identité des vendeurs à découvert et de leurs positions à découvert aux autorités, au public ou aux deux. Dans d'autres commentaires, on signalait qu'une transparence accrue pourrait avoir des conséquences imprévues, comme la possibilité qu'elle favorise un mouvement de groupe qui ferait baisser le cours de l'action d'un émetteur cible.

Nous examinons les projets internationaux visant à améliorer les obligations d'information et de déclaration, comme ceux présentés à l'annexe B du présent avis.

Questions :

5. Devrait-on envisager d'inclure de nouvelles obligations de transparence pour les activités de vente à découvert ou les positions à découvert? Veuillez en indiquer la teneur et préciser la fréquence de communication de l'information. Veuillez également fournir les motifs et les données empiriques à l'appui de votre proposition ou de l'inutilité d'un changement.
6. Les autorités en valeurs mobilières devraient-elles envisager l'introduction de nouvelles obligations d'information sur les activités de vente à découvert? Veuillez en indiquer la teneur et préciser la fréquence de communication de l'information. Veuillez également fournir les motifs et les données empiriques à l'appui de votre proposition ou de l'inutilité d'apporter des changements.
7. Comme il est indiqué ci-dessus, l'étude de l'OCRCVM sur les transactions échouées a révélé une corrélation plus significative entre les ventes à découvert et les problèmes de règlement des titres de société à petite capitalisation, et que les problèmes de règlement sont plus fréquents pour ces titres. Devrait-on envisager l'imposition d'obligations particulières aux sociétés à petite capitalisation, notamment en matière de déclaration et de transparence? Veuillez fournir des détails pertinents à l'appui de votre réponse.

v. Exigences de rachat d'office et de dénouement

Au Canada, les titres de créance et les titres de capitaux propres sont compensés et déposés par l'intermédiaire du CDSX, système de compensation et de règlement de la CDS. Le CDSX dispose d'un service de RNC conçu pour compenser et régler principalement les opérations sur titres de capitaux propres sur les marchés canadiens.

Dans le cadre du RNC, un processus de rachat d'office permet à un acheteur qui est partie à une opération d'accélérer le règlement par le ou les vendeurs des positions en cours dites « à recevoir » selon la procédure de la CDS. Les positions à recevoir en cours au RNC correspondent à la quantité d'actions non réglées à la « date de valeur » (soit la date de règlement convenue entre les parties à une opération). Le processus de rachat d'office est engagé lorsqu'un acheteur (le destinataire) décide d'entrer une « intention de rachat d'office » visant des positions à recevoir en cours à la CDSX à l'égard d'une quantité d'actions en circulation qui lui est due. Est remis au participant devant remettre le titre désigné un préavis de 48 heures lui indiquant qu'il pourrait devoir procéder à la livraison d'une partie ou de la totalité de sa part des titres visés par le rachat d'office.

Dans son rapport final³⁹, le Groupe de travail a indiqué que, contrairement aux États-Unis⁴⁰ et à l'Union européenne⁴¹, il n'existe pas de dispositions en matière de dénouement ou de rachat d'office au Canada. Il recommande que si une vente à découvert n'est pas réglée, le vendeur à découvert soit assujéti à un rachat d'office. Pour tenir compte des défauts causés par des problèmes administratifs, cette exigence serait déclenchée à la date de règlement +2 jours. Il recommande que celle-ci incombe au courtier en placement et qu'une dispense soit envisagée pour les autres activités pouvant entraîner un retard de règlement légitime.

Question :

8. Est-ce que des exigences de dénouement ou de rachat d'office similaires à celles que l'on observe aux États-Unis et dans l'Union européenne pourraient être avantageuses pour les marchés des capitaux canadiens? Veuillez fournir les motifs et les données justifiant les coûts et les avantages de ces exigences pour les participants aux marchés.

Conclusion

Comme nous l'avons déjà évoqué, nous estimons 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 la vente à découvert. Toutefois, nous sommes conscients des points soulevés par les différents intervenants, y compris des préoccupations parfois exprimées. Dans le présent avis, nous sollicitons des commentaires sur les sujets traités plus haut. Outre des réponses aux questions posées ci-dessus, nous souhaitons aussi obtenir des commentaires sur d'autres aspects de la vente à découvert qui, de l'avis des intervenants, pourraient faire l'objet d'une intervention réglementaire.

³⁹ Ibid 34.

⁴⁰ Aux États-Unis, la Rule 204 *Close-out requirement* de la *Regulation SHO*, au <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-242/subject-group-ECFR1607681c7b4f78d/section-242.204>, oblige les courtiers participants d'une chambre de compensation inscrite à prendre des mesures pour dénouer tout défaut de livraison de positions. Le courtier doit acheter ou emprunter la même quantité de titres de nature similaire au plus tard trois jours après l'opération, ou cinq jours dans le cas d'activités légitimes de tenue de marché.

⁴¹ Il est question de l'obligation prévue à l'article 15, *Procédure de rachat*, du règlement de l'Union européenne sur la vente à découvert, au <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0236>, voulant qu'une contrepartie centrale d'un État membre qui fournit des services de compensation pour les actions veille notamment, dès lors qu'une personne physique ou morale qui vend des actions n'est pas en mesure de fournir les actions pour le règlement dans un délai de quatre jours ouvrables après la date à laquelle le règlement est dû, à ce que des procédures de rachat des actions soient automatiquement lancées afin d'assurer la livraison contre le règlement. Il est à noter que cette obligation est retirée du règlement depuis mars 2022, et ce, jusqu'au 2 novembre 2025. Voir <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022R1930>. Le 10 novembre 2022, le Parlement européen a publié un projet de rapport, au https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-736678_FR.pdf, dans lequel il propose de supprimer le régime de rachat d'office.

Partie 3. Commentaires

Veillez transmettre vos commentaires par écrit au plus tard le 8 mars 2023 aux adresses suivantes :

M^e Philippe Lebel
 Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
 Autorité des marchés financiers
 Place de la Cité, tour Cominar
 2640, boulevard Laurier, bureau 400
 Québec (Québec) G1V 5C1
 Télécopieur : 514 864-63811
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West, 22nd floor
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
comments@osc.gov.on.ca

Partie 4. Questions

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

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

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

Hanna Cho
 Legal Counsel, Market Regulation
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
hcho@osc.gov.on.ca

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

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

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

H. Zach Masum
 Manager, Legal Services
 British Columbia Securities Commission
zmasum@bcsc.bc.ca

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

Doug Harris
 General Counsel, Director of Market Regulation
 and Policy and Secretary
 Nova Scotia Securities Commission
Doug.harris@novascotia.ca

Theodora Lam
Avocate principale aux politiques, Politique de
réglementation des marchés
Organisme canadien de réglementation du
commerce des valeurs mobilières
tlam@iiroc.ca

Kevin McCoy
Vice-président à la conformité des marchés et
aux politiques
Organisme canadien de réglementation du
commerce des valeurs mobilières
kmccoy@iiroc.ca

ANNEXE A

HISTOIRE DE LA RÉGLEMENTATION DE LA VENTE À DÉCOUVERT AU CANADA

La réglementation de la vente à découvert a connu une évolution constante au Canada. Services de réglementation du marché inc. (SRM), organisme que l'OCRCVM a remplacé, a commencé dès 2002 à imposer aux participants⁴² les exigences suivantes des RUIIM :

- l'interdiction de vendre un titre à découvert sur un marché, sauf si le prix est au moins égal au dernier cours vendeur (critère relatif à la variation du cours ou règle concernant la variation du cours);
- l'obligation de désigner les ordres et les transactions comme « ventes à découvert » sur un marché;
- le dépôt de relevés des positions à découvert⁴³.

Ces exigences tiennent compte des règles sur la vente à découvert dont disposent déjà les bourses ayant retenu les services de SRM comme fournisseur de services de réglementation.

Au cours des années suivantes, l'OCRCVM a augmenté ces exigences et y a notamment⁴⁴ intégré des dispenses⁴⁵ particulières du critère relatif à la variation du cours, conformément aux Principes sur la réglementation des ventes à découvert de l'OICV⁴⁶.

⁴² Au sens du paragraphe 1.1 des RUIIM, un participant s'entend notamment d'un courtier inscrit conformément à la législation en valeurs mobilières d'un territoire qui est i) membre d'une bourse, ii) utilisateur d'un SCDO ou iii) adhérent d'un SNP.

⁴³ Voir l'annexe B – *Text of the Universal Market Integrity Rules* contenu dans la [décision de reconnaissance de Services de réglementation du marché inc.](#) ayant pris effet le 14 février 2002 (en anglais seulement).

⁴⁴ Par exemple, l'OCRCVM a apporté des précisions sur les questions suivantes :

- ce qui est considéré comme une vente à découvert et les circonstances dans lesquelles une personne serait considérée comme propriétaire d'un titre (voir l'AIM [2004-020](#), *Ventes de titres restreints* (13 août 2004); l'AIM [2004-023](#), *Dispositions relatives aux ventes à découvert* (27 août 2004); l'AIM [2005-028](#), *Vente de titres assujettis à des restrictions quant au transfert uniquement aux États-Unis* (29 juillet 2005); l'AIM [2006-002](#), *Opérations sur titres vendus avant l'émission* (30 janvier 2006) et l'AIM [2006-010](#), *Désignations et restrictions applicables aux ventes à découvert* (7 avril 2006);
- ce qui est considéré comme une position à découvert; il a aussi rappelé aux participants et aux personnes ayant droit d'accès la manière de produire les relevés des positions à découvert (voir l'AIM [2003-011](#), *Relevés des positions à découvert* (27 mai 2003) et l'AIM [2007-022](#), *Calcul et déclaration de positions à découvert* (29 octobre 2007)).

⁴⁵ Voir la dispense de 2005 concernant les ordres de base (AIM [2005-010](#), *Dispositions concernant un ordre de base* (8 avril 2005)); celle de 2007 concernant les ordres au cours de clôture (AIM [2007-002](#), *Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007)); celle concernant une vente effectuée conformément à l'exigence de déplacer le marché en vue d'exécuter une transaction à un prix inférieur au cours du marché (AIM [2008-008](#), *Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (16 mai 2008)) et celle visant les personnes ayant des « obligations de négociation établies par un marché » (Avis de l'OCRCVM [11-0251](#), *Dispositions se rapportant aux obligations du teneur de marché et relatives aux lots irréguliers et aux autres obligations de négociation établies par un marché* (26 août 2011)).

⁴⁶ En juin 2009, l'OICV a publié un [rapport sur la réglementation des ventes à découvert](#) (en anglais seulement) énonçant quatre principes pour une réglementation efficace des ventes à découvert. Les dispenses des restrictions quant au cours relativement aux ventes à découvert dans le cadre d'activités de tenue du marché et d'arbitrage prévues par les RUIIM étaient conformes au quatrième principe de l'OICV stipulant que la réglementation des ventes à découvert devrait permettre des exceptions indiquées à l'égard de certains types de transactions, et ce, en vue de garantir le fonctionnement et l'évolution efficaces du marché (Avis de l'OCRCVM [11-0075](#) – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées*, page 21).

A. Aperçu du régime réglementaire canadien de la vente à découvert et des transactions échouées

Pour garantir l'efficacité générale de la réglementation des opérations sur titres de capitaux propres au Canada, l'OCRCVM a pris les mesures suivantes, qui ont mené à la modification de 2008 des RUIM :

i. Révision stratégique du régime de vente à découvert des RUIM

L'OCRCVM a lancé une révision stratégique dans le cadre de laquelle il s'est notamment penché sur le régime des RUIM⁴⁷ encadrant la vente à découvert par les moyens suivants :

- la tenue d'une série de tables rondes dans l'ensemble du Canada⁴⁸, où les répondants :
 - ont manifesté leur appui à une interdiction de la manipulation du marché, plutôt qu'à des restrictions quant au cours visant les ventes à découvert;
 - se sont montrés peu favorables à l'importation des obligations d'emprunt préalable américaines;
- un examen des publications spécialisées sur la vente à découvert, qui indique que la règle sur la variation du cours est d'une utilité limitée pour freiner les baisses du marché et peut avoir une incidence négative sur la formation des cours, ce qui pourrait limiter tout effet bénéfique sur la prévention de la manipulation des marchés;
- un examen de la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées dans d'autres territoires, dont les États-Unis, le Royaume-Uni et le Japon.

ii. Groupe de travail sur les questions liées aux ventes à découvert et aux transactions échouées

SRM et l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (**ACCOVAM**), tous deux des organismes que l'OCRCVM a remplacés, ainsi que les ACVM et le personnel de la CDS, de la Bourse de Toronto (**TSX**) et de la Bourse de Montréal, ont poussé davantage l'étude des ventes à découvert et ont formé un groupe de travail sur les questions liées aux ventes à découvert et aux transactions échouées (**le Groupe de travail**)⁴⁹. Celui-ci surveillait l'évolution des projets réglementaires aux États-Unis, dont le projet pilote SHO⁵⁰ de la SEC en 2004 cherchant à évaluer l'efficacité et la nécessité des restrictions quant au cours (critère relatif à la variation des cours) visant les ventes à découvert. Il a aussi étudié les données sur les transactions échouées pour la période de novembre 2004 à février 2005 et a constaté

⁴⁷ Voir l'AIM [2004-026](#), *Révision stratégique des règles universelles d'intégrité du marché* (4 octobre 2004), l'AIM [2007-017](#) – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (7 septembre 2007) et l'[Avis de l'OCRCVM 08-0143](#) – *Avis d'approbation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008).

⁴⁸ SRM a organisé une série de tables rondes à Montréal, Toronto, Calgary et Vancouver avec des représentants de maisons de courtage, tant du côté vendeur que du côté acheteur, de marchés et de cabinets d'avocats ([AIM 2004-026](#)).

⁴⁹ Voir l'AIM 2007-017 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (7 septembre 2007) à la page 14 et l'[Avis de l'OCRCVM 08-0143](#) – *Avis d'approbation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008).

⁵⁰ Voir la [décision n° 34-50104 de la SEC](#) du 28 juillet 2004 et le rapport intitulé [Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot](#) (Securities and Exchange Commission, Office of Economic Analysis, 6 février 2007) (tous en anglais seulement).

L'Étude SHO est parvenue à la conclusion que la suppression des restrictions quant au cours à l'égard des titres inclus dans le cadre du projet pilote avait eu un effet sur la mécanique des ventes à découvert, sur les décisions quant à l'acheminement des ordres, sur la profondeur affichée et la volatilité au sein du même jour de bourse, mais, dans l'ensemble, n'avait pas eu d'incidence néfaste sur la qualité ou la liquidité du marché (voir aussi l'AIM 2007-017 à compter de la page 10).

que le cours des transactions échouées relatif aux titres figurant sur la « liste de transactions échouées »⁵¹ en employant les critères américains ne compterait que pour environ 12,2 % seulement du cours de l'ensemble des transactions échouées⁵².

L'OCRCVM s'est donc demandé si les avantages d'une « liste de transactions échouées » à l'américaine pour les marchés canadiens en 2007 justifieraient son coût en raison de ce qui suit :

- le rapport entre les ventes à découvert et les transactions échouées aux États-Unis n'existait pas au Canada étant donné la présence de restrictions uniformisées en matière de vente à découvert sur tous les marchés canadiens des titres de capitaux propres;
- en règle générale, les niveaux plus faibles d'échec des transactions au Canada qu'aux États-Unis;
- le fait que les échecs des transactions visant des titres figurant sur la liste de transactions échouées ne comptaient que pour un pourcentage limité de la valeur de ces transactions.

*iii. Étude de 2007 sur les transactions échouées*⁵³

Afin d'obtenir des données sur la fréquence des transactions échouées, y compris sur la contribution des ventes à découvert à la survenance des transactions échouées, l'OCRCVM a réalisé une étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens (**l'étude de 2007 sur les transactions échouées**). Les résultats, publiés en avril 2007, indiquaient qu'une vente à découvert avait une moins grande probabilité d'échec que les transactions en général et que le principal motif des transactions échouées relevait de l'erreur administrative. À l'époque, l'OCRCVM avait conclu que les notions de la réglementation des ventes à découvert et de la réglementation des transactions échouées étaient distinctes et que les mesures adoptées afin d'enrayer les transactions échouées devraient être suffisamment larges afin d'encourager le règlement en temps opportun des transactions dans toutes les circonstances. Par conséquent, l'OCRCVM a recommandé l'étude approfondie de ce qui suit :

- l'élimination de l'exigence de dépôt des relevés de positions à découvert ou leur remplacement par des renseignements sommaires périodiques visant les ventes à découvert réalisées sur les marchés;
- l'instauration d'un « rapport sur les transactions échouées » qui serait déposé si un compte omet de remettre des titres vendus par le compte dans une durée déterminée suivant la date de règlement;
- l'instauration de dispositions nécessitant qu'un fournisseur de services de réglementation approuve des annulations et modifications postérieures à des transactions.

⁵¹ Le Groupe de travail a élaboré une « liste de transactions échouées » en utilisant des seuils issus de la *Regulation SHO* (soit des positions d'échecs moyennes sur une période de cinq jours visant au moins 10 000 actions qui correspondent à au moins 0,5 % des actions émises et en circulation de l'émetteur). L'application de ces critères aurait fait en sorte qu'une moyenne de 30 émetteurs auraient figurés sur la « liste de transactions échouées » en février 2005 (AIM 2007-017, page 14).

⁵² Voir l'AIM 2007-017, Avis de consultation – *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (7 septembre 2007) et l'Avis de l'OCRCVM 08-0143 – *Avis d'approbation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008).

⁵³ *Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens* (Services de réglementation du marché inc., avril 2017)

iv. Étude de 2008 sur les tendances⁵⁴

Dans le cadre de son mandat permanent de surveillance des activités de négociation sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres en vue de garantir que ses règles d'intégrité du marché s'appuient sur des données pertinentes à jour, l'OCRCVM a réalisé une étude des tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées (**l'étude de 2008 sur les tendances**) et a publié son rapport en 2009, dans lequel sont présentées, parmi d'autres, les constatations suivantes :

- le volume des ventes à découvert avait tendance à être inférieur à celui des ventes provenant de positions acheteur, mais leur valeur avait tendance à être supérieure (indiquant une concentration de l'activité de vente à découvert visant des titres plus liquides de sociétés à plus forte capitalisation sur chacun des marchés);
- outre la hausse des ventes à découvert de titres intercotés, il n'y avait eu aucune évolution importante à l'égard de la tendance des ventes à découvert comparativement à la négociation des titres en général;
- le nombre de transactions échouées en pourcentage du nombre global de transactions avait généralement été à la baisse au cours de la période visée par l'étude.

Les constatations contenues dans l'étude de 2008 sur les tendances ne venaient pas appuyer la nécessité pour le Canada de reproduire les mesures alors prises par la SEC concernant la vente à découvert, dont le projet de *Regulation SHO*.⁵⁵

B. Modification des RUIM en 2008

Les résultats des travaux décrits ci-dessus ont mené à la décision de l'OCRCVM d'apporter des modifications aux RUIM en ce qui concerne la vente à découvert et les transactions échouées en 2008 (la **modification de 2008 des RUIM**), dont les suivantes :

i. Ajout de restrictions à la vente à découvert

L'OCRCVM a modifié les RUIM en vue de prévoir la capacité d'interdire la vente à découvert de certains titres ou certaines catégories de titres en temps réel (un **titre inadmissible à une vente à découvert**⁵⁶) et de réagir à l'évolution de la négociation lorsque les taux de transactions échouées deviennent excessifs⁵⁷.

L'OCRCVM a aussi donné des précisions sur les exigences qu'un vendeur doit remplir pour être considéré comme le propriétaire des titres au moment de la vente, y compris sur le fait que s'il n'a pas

⁵⁴ Avis de l'OCRCVM 09-0037, *Tendances récentes relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (4 février 2009).

⁵⁵ Voir, par exemple, l'obligation de dénouement ferme T+3 introduit par la SEC en 2008 ([décision n° 34-58572 de la SEC](#) (17 septembre 2008)).

⁵⁶ Avis de l'OCRCVM 08-0143, *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008).

⁵⁷ Par exemple, l'OCRCVM pourrait avoir connaissance de défaillances systémiques dans le cadre du règlement de transactions visant un titre déterminé ou une catégorie de titres déterminée grâce à sa surveillance des relevés de transactions échouées, à la publication d'avis de « rachat d'office » par la CDS, à une proportion croissante de ventes à découvert sur le marché ou à des mouvements inhabituels de cours ou de volume, etc. (voir l'Avis de l'OCRCVM 08-0143, *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008) à la page 13).

pris l'ensemble des mesures nécessaires afin d'avoir légalement droit au titre, le vendeur est réputé effectuer une vente à découvert et l'ordre devrait ainsi être désigné en conséquence⁵⁸.

ii. Surveillance accrue des transactions échouées

L'OCRCVM a exigé que les participants et les personnes ayant droit d'accès déclarent les « transactions échouées » qui demeurent non réglées 10 jours de bourse après la date de règlement initiale de la transaction (**RTÉPP**)⁵⁹. Il a aussi mis en place un nouveau système Web de dépôt des RTÉPP en vue de cerner les échecs « problématiques » et de lui permettre d'évaluer les motifs de l'échec et de surveiller les mesures prises afin de régler le problème⁶⁰. En outre, il a intégré une disposition anti-échappatoire en vue d'interdire aux participants et aux personnes ayant droit d'accès de saisir une opération ou une série d'opérations dans le but de « reclasser chronologiquement » le défaut pour éviter d'avoir à produire un RTÉPP, ce qui contreviendrait à l'exigence de la règle 2.1 des RUIIM de faire preuve de transparence et de loyauté dans la négociation.

iii. Surveillance accrue des transactions annulées ou modifiées

L'OCRCVM a interdit l'annulation ou la modification⁶¹ d'une transaction, sauf si celle-ci était faite par l'OCRCVM ou s'il en était avisé (**RMAT**)⁶². Les RMAT permettent à l'OCRCVM d'examiner la modification ou l'annulation et de garantir qu'elle a été réalisée pour un motif valable et ne fait pas partie d'une manœuvre de négociation manipulatrice ou trompeuse⁶³.

L'OCRCVM a poursuivi la surveillance des ventes à découvert et des transactions échouées et a rehaussé son régime de surveillance afin de déterminer si d'autres mesures réglementaires seraient nécessaires.

⁵⁸ Par exemple, en ce qui concerne la levée d'options et l'exercice de droits ou de bons de souscription, toutes les mesures nécessaires comprennent : avoir effectué tout paiement requis, présenté à la personne qui s'impose tous formulaires ou avis requis et remis, le cas échéant, à la personne indiquée tous certificats à l'égard de titres devant être convertis, échangés ou faire l'objet d'une levée ou d'un exercice (Avis de l'OCRCVM 08-0143, page 15).

⁵⁹ L'OCRCVM a mis en œuvre l'obligation de fournir un RTÉPP pour l'ensemble des transactions exécutées sur un marché qui sont réglées par les moyens suivants :

- la fonctionnalité du règlement net continu (RNC) le 1^{er} juin 2011 (Avis de l'OCRCVM [11-0161](#), *Rappel concernant la déclaration de transactions échouées sur une période prolongée* (19 mai 2011));
- la fonctionnalité *trade-for-trade* de la CDS le 15 avril 2013 (Avis de l'OCRCVM [13-0014](#), *Date de mise en œuvre de la déclaration de transactions échouées sur une période prolongée dans le cadre de la fonctionnalité « trade-for-trade »* (14 janvier 2013)).

⁶⁰ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011), page 9, et Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁶¹ Modification du cours ou du volume de la transaction ou de la date de règlement de la transaction (voir la [règle 7.11 des RUIIM](#)).

⁶² L'OCRCVM a mis en œuvre l'exigence relative aux RMAT le 1^{er} juin 2011 (voir l'Avis de l'OCRCVM [11-0079](#), *Date de mise en œuvre de la déclaration de modifications et annulations de transactions* (25 février 2011)).

⁶³ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011), page 32, et Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

Les mesures suivantes adoptées par l'OCRCVM et des études complémentaires ont ultimement mené à d'autres modifications des RUIM en 2012 :

iv. Nouvelles alertes

L'OCRCVM a mis en place des alertes supplémentaires qui dépistaient les changements dans la tendance historique des ventes à découvert à l'égard d'un titre déterminé. Ces alertes lui permettent d'établir si les ventes à découvert commencent à être concentrées au sein de courtiers ou de clients déterminés⁶⁴. Si des niveaux inhabituels de ventes à découvert sont dépistés, l'OCRCVM a également la possibilité de prendre les mesures suivantes :

- intervenir afin de modifier ou d'annuler les cours de toute transaction jugée « déraisonnable »;
- imposer une interruption de la négociation d'un titre déterminé sur tous les marchés⁶⁵.

C. Études réalisées après la modification de 2008 des RUIM

i. Étude de l'interdiction des ventes à découvert⁶⁶

Dans le cadre de sa surveillance des possibilités d'arbitrage réglementaire, l'OCRCVM a réalisé une étude (**l'étude de l'interdiction des ventes à découvert**) en vue d'évaluer l'incidence des [ordonnances des ACVM](#)⁶⁷ (les **ordonnances**) interdisant la vente à découvert de titres de certains émetteurs du secteur financier inscrits à la cote de la TSX et aussi à celle d'une bourse aux États-Unis (les **sociétés financières restreintes**). Ces ordonnances temporaires ont été rendues par les autorités membres des ACVM à titre de mesure de précaution afin d'éviter l'arbitrage réglementaire à l'égard des ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier en conséquence d'initiatives prises par la Securities and Exchange Commission visant à interdire la vente à découvert de ces titres.

L'étude de l'interdiction des ventes à découvert comparait les taux d'échec des transactions visant des titres de sociétés financières restreintes à ceux visant des titres d'autres émetteurs du secteur financier inscrits uniquement à la cote de la TSX (les **sociétés financières non restreintes**). L'analyse couvrait la

⁶⁴ Avis de l'OCRCVM 08-0143, *Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (15 octobre 2008), Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011) et Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁶⁵ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011), page 8, et Avis de l'OCRCVM 12-0078 – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁶⁶ Avis de l'OCRCVM 09-0038, *Incidence de l'interdiction de ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier* (4 février 2009).

⁶⁷ Avis de l'OCRCVM 08-0098, *Rappel concernant les obligations dans le cadre de la réalisation de ventes à découvert* (22 septembre 2008) et Avis de l'OCRCVM [08-0101](#), *Mise à jour du rappel concernant les obligations dans le cadre de la réalisation de ventes à découvert* (23 septembre 2008). Bien que les Avis de l'OCRCVM 08-0098 et [08-0101](#) renvoyaient aux ordonnances rendues par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), d'autres autorités membres des ACVM, comme l'[Autorité des marchés financiers](#), l'[Alberta Securities Commission](#) et la [British Columbia Securities Commission](#), ont aussi rendu des ordonnances similaires assorties des mêmes conditions que celles imposées par la CVMO.

durée des ordonnances⁶⁸ ainsi que les périodes précédant et suivant leur entrée en vigueur. En février 2009, l'OCRCVM a publié les conclusions suivantes concernant la publication des ordonnances :

- elle ne semble pas avoir eu une incidence marquée sur le cours des titres soit de sociétés financières restreintes soit de sociétés financières non restreintes (les deux ont connu un meilleur rendement que l'indice repère du rendement sur le marché);
- elle semble avoir eu une incidence considérable sur la qualité du marché à l'égard de la négociation de titres de sociétés financières restreintes en :
 - réduisant la liquidité disponible à l'égard des titres de sociétés financières restreintes;
 - augmentant l'« écart » à l'égard des titres de sociétés financières restreintes tel que mesuré par la différence entre les cours acheteur et vendeur à la clôture.

ii. Étude de 2011 sur les titres inscrits à la TSXV⁶⁹

Pour vérifier si la vente à découvert était la cause de la chute marquée des cours, ou y contribuait, l'OCRCVM a mené et publié une étude pluriannuelle (**l'étude de 2011 sur les titres inscrits à la TSXV**) portant sur la relation entre le mouvement des cours et l'activité de vente à découvert à la TSXV qui s'échelonnait du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010, alors que les négociations à la TSXV faisaient l'objet de restrictions sur le cours des ventes à découvert⁷⁰. L'OCRCVM a constaté que les cours et les taux des ventes à découvert avaient tendance à fluctuer en tandem et que, pour les périodes qui ont connu les baisses des cours les plus importantes, les « vendeurs à découvert » achetaient des titres sur le marché pour couvrir leur position, soutenant ainsi les cours⁷¹. Les données tirées de l'étude de 2011 sur les titres inscrits à la TSXV laissent entendre aussi que⁷² :

- la chute marquée des cours observée entre juillet 2008 et décembre 2008 n'était ni causée ni exacerbée par l'activité de vente à découvert;
- le critère relatif à la variation du cours ne constituait pas un outil efficace afin de limiter les chutes importantes, rapides et systémiques des cours.

iii. Étude de 2011 sur les tendances⁷³

L'OCRCVM a aussi mis à jour son étude de 2008 sur les tendances par la publication d'une étude pluriannuelle sur les tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées au cours de la période du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010 (**l'étude de 2011 sur les tendances**). Cette étude a démontré que les taux de ventes à découvert sont demeurés relativement constants tout au long de la période et que les taux des transactions échouées ont diminué en général. D'après l'étude de 2011 sur les tendances et ses études empiriques antérieures, l'OCRCVM a constaté que le marché canadien n'avait pas connu de problèmes avec les ventes à découvert, en particulier les ventes à découvert sans livraison, et les transactions échouées qu'ont éprouvés d'autres territoires.

⁶⁸ Les ordonnances de la CVMO ont été en vigueur du 22 septembre au 8 octobre 2008.

⁶⁹ OCRCVM, *Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX* (février 2011).

⁷⁰ Entre le 1^{er} mai 2007 et le 30 avril 2010, la vente à découvert d'un titre ne pouvait être réalisée à un prix inférieur à son dernier cours vendeur (critère relatif à la variation du cours).

⁷¹ Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012), page 8.

⁷² OCRCVM, *Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX* (février 2011).

⁷³ Avis de l'OCRCVM 11-0078, *Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (25 février 2011).

iv. *Étude sur le coupe-circuit pour vente à découvert*⁷⁴

Pour établir s'il devait envisager des exigences en matière de coupe-circuit pour vente à découvert similaires à celles de la SEC à ce moment-là, l'OCRCVM a surveillé et examiné, entre le 28 février et le 29 avril 2011, l'activité de vente à découvert sur les marchés canadiens visant des titres intercotés à l'égard desquels un coupe-circuit pour vente à découvert avait été déclenché aux États-Unis. Les études empiriques qu'a menées l'OCRCVM ne lui ont pas permis d'établir des relations entre les baisses rapides des cours et une activité inhabituelle des ventes à découvert ni n'ont fait la preuve d'une migration systématique de l'activité de vente à découvert visant des titres intercotés vers les marchés canadiens lorsque des coupe-circuits pour vente à découvert s'appliquaient aux États-Unis. L'OCRCVM a conclu qu'il n'était pas nécessaire d'adopter au Canada un système de coupe-circuits ni de règles de rechange sur la variation du cours similaires à ce que prévoit la *Rule 201* de la SEC⁷⁵.

D. Modification des RUIM en 2012

S'appuyant sur la preuve empirique émanant des études susmentionnées sur les ventes à découvert et les transactions échouées sur le marché canadien, l'OCRCVM a modifié les RUIM en mars 2012 afin d'abroger le critère relatif à la variation du cours (la **modification de 2012 des RUIM**)⁷⁶. Cette modification empruntait le sillon tracé par la levée des restrictions quant au cours applicables aux ventes à découvert que la SEC a mise en application le 7 juillet 2007 suivant un projet pilote mené sur plusieurs années qui était parvenu à la conclusion que les restrictions quant au cours n'avaient aucune incidence sur les cours sur le marché⁷⁷. Avant la modification de 2012 des RUIM, l'OCRCVM devait accorder une dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de titres intercotés à une bourse des États-Unis⁷⁸.

D'après les études qu'il a menées, l'OCRCVM est d'avis qu'il existe de meilleurs mécanismes que le critère relatif à la variation du cours pour repérer les ventes à découvert abusives et y remédier⁷⁹, et a

⁷⁴ OCRCVM, *Examen de la négociation sur les marchés canadiens des capitaux propres de titres intercotés visés par le coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis* (février 2012).

⁷⁵ Selon la *Rule 201* de la *Regulation SHO*, si un titre baisse en valeur d'au moins 10 % par rapport au cours de clôture sur le marché principal à la cote duquel le titre est inscrit le jour de bourse précédent, un seuil de déclenchement serait déclenché et toute vente à découvert pendant le reste de ce jour de bourse et le prochain jour de bourse serait tenue d'être saisie moyennant un cours qui se situe à au moins un échelon de cotation au-dessus du meilleur cours acheteur national actuel.

⁷⁶ Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁷⁷ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis de consultation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011) et Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁷⁸ AIM [2007-014](#) – Orientation – *Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés* (6 juillet 2007).

⁷⁹ Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012), page 5.

mis en œuvre les nouveautés suivantes en matière de ventes à découvert et de transactions échouées dans le cadre de la modification de 2012 des RUIIM :

i. Obligations d'emprunt préalable dans certaines circonstances

Même si la vente à découvert sans attente raisonnable de règlement à la date de règlement était déjà interdite, puisqu'il s'agit d'une activité manipulatrice et trompeuse selon la règle 2.2 des RUIIM⁸⁰, l'OCRCVM a adopté les obligations d'emprunt préalable limitées suivantes en mars 2012, qui s'appliqueraient même en cas d'attente raisonnable de règlement⁸¹ : les participants ou les personnes ayant droit d'accès doivent prendre des dispositions pour emprunter les titres nécessaires au règlement avant de saisir un ordre de vente à découvert sur un marché visant un titre désigné par l'OCRCVM comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », ou si le participant a déjà déposé un RTÉPP par le passé à l'égard des comptes suivants :

- un compte client ou non-client :
 - le participant ne peut vendre à découvert des titres inscrits à la cote d'un marché pour le compte du client ou du non-client que dans les cas suivants :
 - il a pris des dispositions en vue d'emprunter les titres afin de régler la transaction qui en découle;
 - le participant est convaincu, après enquête raisonnable, que le motif sous-tendant la transaction échouée antérieure ne relevait pas d'un acte intentionnel ou négligent de la part du client ou du non-client.
- un compte propre : le participant ne peut vendre le titre déterminé à découvert sur un marché que dans les cas suivants :
 - il a pris des dispositions en vue d'emprunter les titres afin de régler la transaction qui en découle;
 - il a obtenu l'autorisation de l'OCRCVM de saisir l'ordre de vente à découvert sur un marché.

ii. Nouvelle désignation « dispensé de la mention à découvert »

L'OCRCVM a en outre pris des mesures supplémentaires pour accroître sa surveillance des ventes à découvert par l'adoption de la nouvelle désignation « dispensé de la mention à découvert »⁸², qui, par l'indication des transactions qui sont neutres sur le plan directionnel et ont un horizon d'un jour ou moins, a accru la capacité de l'OCRCVM de surveiller les ventes effectuées dans une stratégie directionnelle.

a. Consultations sur la transparence des ventes à découvert

Même si les ACVM et l'OCRCVM estimaient que le cadre réglementaire en vigueur après la modification de 2012 des RUIIM régissant les ventes à découvert et les transactions échouées au Canada était de manière générale conforme aux principes de l'OICV, ils ont publié le 2 mars 2012 un document de

⁸⁰ Dès qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès a connaissance de difficultés concernant l'obtention des titres nécessaires au règlement d'une vente à découvert, il n'a plus d'« attente raisonnable » pour régler une transaction qui en découle et, par conséquent, ne pourrait plus saisir d'autres ordres de ventes à découvert. Les participants ou les personnes ayant droit d'accès qui ne sont pas en mesure d'emprunter le titre pourraient se voir interdire la saisie de ventes à découvert. (*ibid.*, page 10)

⁸¹ *Ibid.*

⁸² *Ibid.*

consultation sur les mesures à prendre en matière de transparence relativement aux ventes et aux positions à découvert⁸³. Le document de consultation avait les objectifs suivants :

- décrire la démarche préconisée par un groupe de travail formé de membres du personnel des ACVM et de l'OCRCVM relativement aux questions entourant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées;
- fournir un contexte sur la réglementation des ACVM et de l'OCRCVM en matière de ventes à découvert et de transactions échouées au Canada;
- donner un aperçu de certaines interventions récentes au niveau international en matière de réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées;
- recueillir des commentaires sur des mesures supplémentaires qui pourraient s'avérer nécessaires ou souhaitables pour, d'une part, améliorer la déclaration réglementaire et la transparence des ventes à découvert et, d'autre part, introduire une certaine transparence des transactions échouées sur les marchés canadiens.

Aucun consensus ne s'était dégagé parmi les intervenants ayant répondu à la consultation autour de la nécessité d'apporter des améliorations. De fait, la majorité d'entre eux jugeaient adéquates les exigences actuelles des RUIIM, dont la modification de 2012 des RUIIM. Le groupe de travail avait ainsi conclu qu'aucune mesure supplémentaire n'était nécessaire ou souhaitable pour le moment, mais que la surveillance de l'évolution de la situation au pays et à l'étranger devrait se poursuivre⁸⁴.

b. Examen et surveillance continus

Dans le cadre de sa stratégie globale en matière de réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées, l'OCRCVM est d'avis qu'il faut accroître la transparence des activités de vente à découvert de manière à diffuser de l'information à jour sur le marché. En 2013, il a donc commencé à publier deux fois par mois sur son site Web le Rapport sommaire statistique sur les ventes à découvert⁸⁵. Le rapport montre la part des ventes à découvert dans l'activité de négociation totale visant chaque titre inscrit sur tous les marchés boursiers pour chaque période⁸⁶. Même si aucune source de données ne peut fournir un portrait « complet » de l'activité ou des positions de ventes à découvert, ces résumés de négociation bimensuels fournissaient des renseignements en temps opportun d'une manière rentable et complétaient les renseignements disponibles au moyen des relevés bimensuels des positions à découvert⁸⁷.

⁸³ Avis de consultation conjoint [23-312](#) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières : Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées (Bulletin de l'Autorité des marchés financiers Vol. 9 n° 9, 2 mars 2012).

⁸⁴ Avis [23-315](#) des ACVM et de l'OCRCVM, *Résumé des commentaires sur l'Avis de consultation conjoint 23-312 des ACVM et de l'OCRCVM – Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées*, 28 février 2013. (Bulletin de l'Autorité des marchés financiers Vol. 10 n° 8, 28 février 2013).

⁸⁵ Avis de l'OCRCVM 13-0020, *Publication du premier rapport sommaire sur les ventes à découvert* (21 janvier 2013).

⁸⁶ Les Rapports sommaires statistiques sur les ventes à découvert sont affichés sur le site Web de l'OCRCVM au <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>.

⁸⁷ Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis sur les règles – Avis de consultation – RUIIM – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011), page 19, et Avis de l'OCRCVM [12-0078](#) – Avis d'approbation – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

Afin de comprendre davantage et d'explorer à fond les enjeux qui se posent aux émetteurs à petite capitalisation, l'OCRCVM a tenu des tables rondes en 2014⁸⁸ et en 2016⁸⁹. En vue de faciliter les discussions à la table ronde de 2014, l'OCRCVM a analysé les données de négociation pour la période du 1^{er} janvier 2012 au 31 mars 2014 et constaté ce qui suit :

- depuis l'abrogation du critère relatif à la variation du cours, la proportion des ventes à découvert exécutées à un cours inférieur a augmenté pour atteindre 6,58 % des ventes à découvert; cependant, la grande majorité des ventes à découvert étaient toujours exécutées à un cours supérieur ou égal au dernier cours vendeur;
- malgré l'abrogation du critère relatif à la variation du cours, les ventes à découvert sont moitié moins susceptibles d'être exécutées à un cours inférieur que les autres ventes. Constat non moins intéressant, les ventes à découvert sont plus susceptibles d'être exécutées à un cours supérieur que les autres ventes.

En réponse aux discussions de la table ronde de 2016, l'OCRCVM a pris les mesures suivantes :

- il a commencé à publier deux fois par mois sur son site Web le Rapport consolidé des positions à découvert afin d'accroître la transparence des activités de vente à découvert⁹⁰;
- il a actualisé l'étude de 2007 sur les transactions échouées et publié celle de 2022 afin de mettre à jour l'information sur l'activité de vente à découvert et les transactions échouées au Canada.

⁸⁸ Avis de l'OCRCVM 14-0117, *Documents d'information pour la table ronde sur les marchés des titres de petite capitalisation de l'OCRCVM* (6 mai 2014).

⁸⁹ Avis de l'OCRCVM 16-0240, *Sommaire de la table ronde sur les défis qui se posent aux émetteurs de titres de petite capitalisation sur le plan de la structure des marchés* (20 octobre 2016).

⁹⁰ Avis de l'OCRCVM [18-0062](#), *Calcul et déclaration de positions à découvert* (22 mars 2018). Les Rapports consolidés des positions à découvert sont affichés sur le site Web de l'OCRCVM au <https://www.ocrcvm.ca/sections/marches/rapports-statistiques-et-autres-renseignements/statistiques-et-rapports-sur-les-ventes-decouvert>.

ANNEXE B

PROJETS RÉGLEMENTAIRES SUR L'INFORMATION ET LA DÉCLARATION DES POSITIONS DE VENTE À DÉCOUVERT À L'INTERNATIONAL

Les obligations d'information existantes en Europe font l'objet d'un examen. En particulier, l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a publié un document de consultation intitulé « Consultation Paper – *Review of certain aspects of the Short Selling Regulation*⁹¹ » dans lequel, notamment, elle sollicite des commentaires sur le cadre réglementaire en vigueur en matière de transparence et de déclaration des positions à découvert nettes. L'ESMA a publié son rapport définitif et l'a remis à la Commission européenne le 22 mars 2022. Elle y recommande des modifications visant à améliorer son fonctionnement, axées sur la clarification des procédures d'interdiction à court et à moyen termes, ainsi que son pouvoir d'intervention et y propose le rehaussement de ses règles encadrant les ventes à découvert non couvertes par l'adoption d'obligations de tenue de dossiers et l'harmonisation des sanctions. Le rapport présente aussi une analyse du cadre régissant la transparence et la publication des relevés des positions à découvert nettes⁹².

Aux États-Unis, la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) a publié un avis de consultation sur les améliorations possibles à apporter au régime de vente à découvert, y compris la modification des obligations en matière de déclaration des positions à découvert⁹³. Devant d'abord prendre fin le 4 août 2021, la période de consultation a été prolongée jusqu'au 30 septembre 2021. Si elles étaient mises en œuvre, les modifications changeraient le contenu de l'information déclarée à la FINRA, la fréquence de déclaration et l'information qui serait mise à la disposition du public.

Toujours aux États-Unis, le 18 novembre 2021, la SEC a publié pour une période de consultation de 30 jours le projet de nouvelle règle intitulée *Exchange Act Rule 10c-1* (le **projet de Rule 10c-1**), qui vise à accroître la transparence des opérations de prêt de titres. Par ce projet, elle souhaite obliger les prêteurs de titres à déclarer les modalités importantes des opérations de prêt de titres à une association nationale en valeurs mobilières enregistrée, comme la FINRA. Celle-ci mettrait une partie de l'information à la disposition du public⁹⁴. Le 25 février 2022, la SEC a fait savoir qu'elle avait relancé la consultation sur le projet de Rule 10c-1, laquelle a pris fin le 1^{er} avril 2022.

Le 25 février 2022, la SEC a proposé une nouvelle règle intitulée *Exchange Act Rule 13f-2* (le **projet de Rule 13f-2**)⁹⁵ ainsi que des modifications de la réglementation intitulée *Regulation SHO* et du programme en vertu du système national de marché (*national market system plan*) régissant la piste d'audit consolidée en vue d'augmenter la transparence des marchés en matière de vente à découvert. Le projet de Rule 13f-2 et de *Form SHO* obligerait les gestionnaires de portefeuille institutionnels à

⁹¹ Affiché au https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-3914_consultation_paper_on_the_review_of_certain_aspects_of_the_short_selling_regulation.pdf

⁹² Voir le rapport définitif intitulé « Final Report – *Review of certain aspects of the Short Selling Regulation* » au https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-448-10_final_report_-_short_selling_regulation_review.pdf.

⁹³ Voir le *Regulatory Notice 21-19* FINRA Requests Comments on Short Interest Position Reporting Enhancements and Other Changes Related to Short Sale Reporting, au <https://www.finra.org/rules-guidance/notices/21-19>.

⁹⁴ Fiche d'information disponible au <https://www.sec.gov/rules/proposed/2021/34-93613-fact-sheet.pdf>.

⁹⁵ Voir le projet de règle intitulé *Short Position and Short Activity Reporting by Institutional Investment Managers* au <https://www.sec.gov/rules/proposed/2022/34-94313.pdf>.

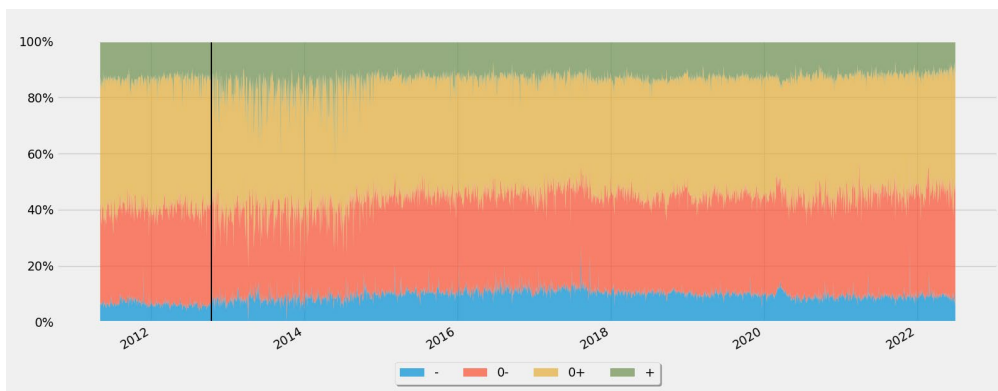
déposer chaque mois, au moyen du système EDGAR de la SEC, certaines données sur les ventes à découvert, dont une partie serait regroupée et rendue publique. Le *Form SHO* proposé serait déposé dans les 14 jours civils suivant la fin de chaque mois civil pour les titres de capitaux propres dépassant certains seuils. Cette information comprendrait le nom du titre, la position à découvert brute à la fin du mois et l'activité de négociation quotidienne ayant des répercussions sur la position à découvert brute déclarée par le gestionnaire pour chaque date de règlement de la période de déclaration mensuelle. La SEC publierait certains renseignements concernant les titres, dont le regroupement des positions à découvert brutes de l'ensemble des gestionnaires de portefeuille institutionnels assujettis. La période de consultation prolongée sur le projet de Rule 13f-2 s'est terminée le 26 avril 2022.

ANNEXE C

SÉLECTION DE RÉSULTATS DE LA SURVEILLANCE PAR L'OCRCVM DES VENTES À DÉCOUVERT À UN COURS INFÉRIEUR

*** La ligne verticale indique le moment où les restrictions relatives à la variation du cours ont été levées.***

Fig. 1 : Composition du volume des ventes à découvert par échelon de cotation – TSX, tous les titres



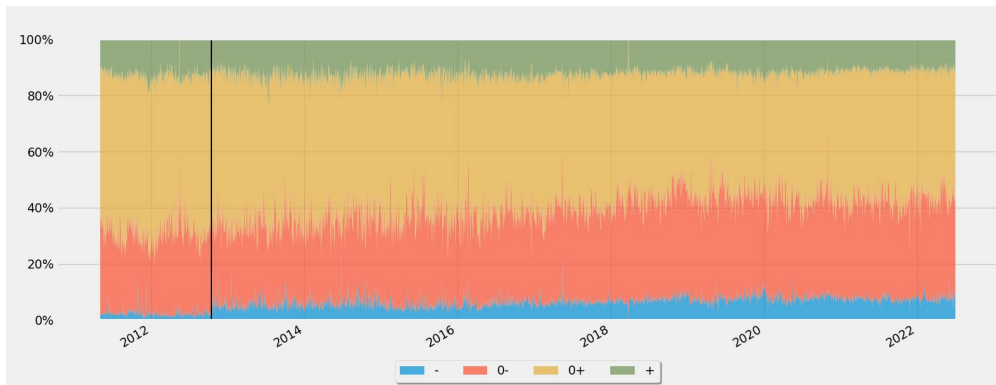
La figure 1 illustre la composition du volume des ventes à découvert de titres cotés à la TSX par échelon de cotation. De 2012 à 2022, le pourcentage des ventes à découvert de titres cotés à la TSX exécutées à un cours inférieur au précédent était d'environ 10 %. C'était seulement légèrement plus élevé qu'avant l'abrogation du critère relatif à la variation du cours.

Fig. 2 : Composition du volume des ventes couvertes (excluant les ordres dispensés de la mention à découvert [SME]) par échelon de cotation – TSX, tous les titres



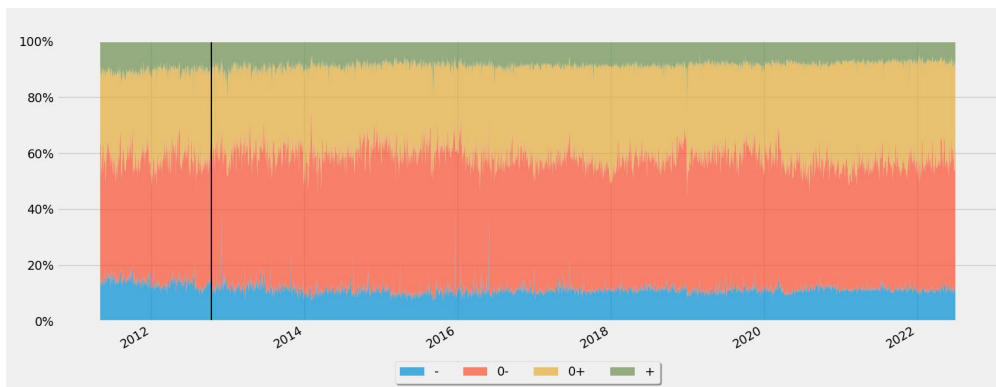
La figure 2 illustre la composition du volume des ventes couvertes de titres cotés à la TSX (excluant les ordres SME) par échelon de cotation. De 2012 à 2022, le pourcentage des ventes couvertes de titres cotés à la TSX exécutées à un cours inférieur au précédent était d'environ 15 %.

Fig. 3 : Composition du volume des ventes à découvert par échelon de cotation – TSXV, tous les titres



La figure 3 illustre la composition du volume des ventes à découvert de titres cotés à la TSXV par échelon de cotation. De 2012 à 2022, le pourcentage des ventes à découvert de titres cotés à la TSXV exécutées à un cours inférieur au précédent était d'environ 8 %. C'était plus élevé qu'avant l'abrogation du critère relatif à la variation du cours.

Fig. 4 : Composition du volume des ventes couvertes (excluant les ordres SME) par échelon de cotation – TSXV, tous les titres



La figure 4 illustre la composition du volume des ventes couvertes de titres cotés à la TSXV (excluant les ordres SME) par échelon de cotation. De 2012 à 2022, le pourcentage des ventes couvertes de titres cotés à la TSXV exécutées à un cours inférieur au précédent était d'environ 12 %.

Les données de la TSX et de la TSXV sont fournies à titre substitutif pour les marchés qui cotent des titres de sociétés à petite capitalisation et les marchés qui cotent des titres de sociétés à grande capitalisation. Lorsque les restrictions relatives à la variation du cours ont été levées, la Bourse des

valeurs canadiennes (CSE) avait un nombre limité de titres inscrits à sa cote et l'activité sur son marché était limitée, tandis que la Bourse NEO (NEO) n'avait pas encore été lancée. Par conséquent, les données de la CSE et de la NEO étaient peu informatives.

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.

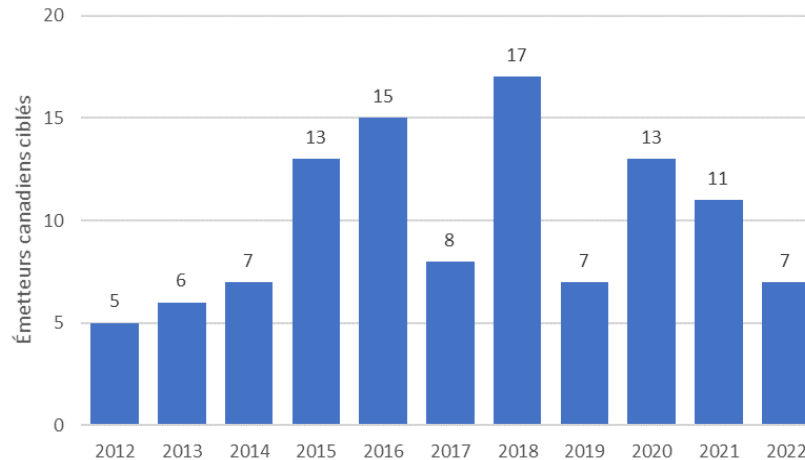
b. Activité de vente à découvert activiste récente

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.

ij) 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 fautive 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 (**RUIIM**) 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 RUIIM 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 demandons 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 adoptée 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 fausse 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 fausse 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 fausse 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 fausse 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

Veillez 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 encore 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'efficience 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"> o 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; o 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); o 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"> o les règles régissant les campagnes de promotion des titres prolongées sont moins strictes au Canada; o les opérations de prise de contrôle inversée entraînent souvent la dissémination d'information erronée qui fait gonfler les cours; o 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 ciblés 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"> o les autorités en valeurs mobilières seraient incitées à surveiller de plus près l'émetteur et son dossier d'information public; o 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; o il peut être difficile de démontrer l'effet d'une campagne sur le cours des titres; o 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 .
<p>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.</p>	
<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.gc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2017/2017mars09-51-348-avis-acvm-fr.pdf>

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

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 appuient 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'emportent sur les avantages 	<ul style="list-style-type: none"> • Nous remercions les intervenants de nous avoir transmis leurs commentaires.

Résumé des commentaires	Réponses
<p>déoulant 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">• 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.	