



Annexe B – Commentaires reçus en réponse à l’Avis sur les règles 11-0075 – Avis de consultation - RUIM – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées*

Le 25 février 2011, l’Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l’OCRCVM) a publié l’Avis sur les règles 11-0075 sollicitant des commentaires sur les dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées (les modifications proposées). L’OCRCVM a reçu des commentaires sur les modifications proposées de la part de :

La caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS)
Canadian Security Traders Association, Inc. (CSTA)
Chi-X Canada (Chi-X)
Marchés mondiaux CIBC inc. (CIBC)
CNSX Markets Inc. (CNSX)
Valeurs mobilières Desjardins Inc. (Desjardins)
Brian M. Hearst (Hearst)
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM)
Elaine et Robert MacDonald (MacDonald)
RBC Marchés des Capitaux (RBC)
Scotia Capitaux Inc. (Scotia)
Summerwood Capital Corp. (Summerwood)
TD Newcrest (TD)
William R. Thompson (Thompson)
Groupe TMX Inc. (TMX)
Wolverton Securities Ltd. (Wolverton)

Une copie des lettres de commentaires reçues en réponse aux modifications proposées est mise à la disposition du public sur le site Internet de l’OCRCVM (www.iiroc.ca sous la rubrique « Politiques » et la sous-rubrique « Propositions des marchés/Commentaires »). Le tableau qui suit présente un résumé des commentaires reçus sur les modifications proposées et les réponses de l’OCRCVM. La



première colonne du tableau montre les révisions apportées aux modifications proposées dans le cadre de l'approbation des modifications.

Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
1.1 Définitions « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » Titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme titre à l'égard duquel un ordre qui 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.	RBC – Est d'avis que la proposition imposerait des modifications démesurées et importantes à la saisie des ordres des participants et au système administratif pour que des listes exactes et à jour soient tenues relativement aux titres « visés par l'obligation d'emprunt préalable » et aux « transactions échouées sur une période prolongée ».	L'OCRCVM est d'avis que l'approche (c'est-à-dire désigner des titres qui devront faire l'objet d'un emprunt préalable avant d'effectuer une vente à découvert) est préférable aux obligations générales et complètes comme aux États-Unis. Ainsi que l'indique l'avis, il y a eu dans le passé des « problèmes » de négociation de certains titres, mais aucun depuis qu'en 2005 les règles sur la « manipulation » ont été modifiées. À l'heure actuelle, les RUIM prévoient que l'OCRCVM peut désigner un titre comme inadmissible à la vente à découvert. L'introduction de l'obligation d'emprunt préalable est considérée comme une intervention moins spectaculaire, mais comportant un effet analogue sur les systèmes des participants.
1.1 Définitions ordre dispensé de la mention à découvert Ordre d'achat ou de vente d'un titre passé par un compte qui est : a) un compte d'arbitrage; b) le compte d'une personne à qui incombent des obligations de négociation établies par un marché relativement à un titre à l'égard duquel cette personne est tenue à des obligations; c) le un compte d'un client institutionnel à l'égard duquel les conditions suivantes sont réunies, un compte non-client ou un compte propre : (i) <u>pour lequel</u> la production et la saisie des ordres sont pleinement automatisées <u>et</u> (ii) dans le cours normal, il procède à l'exécution à la fois d'achats et de ventes d'un titre donné sur un ou plusieurs marchés chaque jour de bourse; (iii) <u>qui</u>, dans le cours normal, il ne détient, à la fin de chaque jour de bourse, rien de plus qu'une position acheteur ou vendeur nominale visant le titre donné. <u>d) un compte propre qui a acquis un jour de bourse une position sur un titre donné dans le cadre d'une opération avec un client et qui a été dénouée par la</u>	CSTA – Soutient la proposition et suggère que la désignation distincte s'applique à toute l'activité de négociation des « participants spécialisés ». CIBC et ACCVM – Soutiennent la proposition, mais suggèrent qu'elle s'applique également aux comptes propres qui utilisent des « stratégies neutres sur le plan directionnel » comme des « transactions de facilitation ». Scotia – Note qu'il n'y a pas de définition	L'OCRCVM a élargi la définition pour permettre que les ordres provenant de certains comptes clients, comptes non-clients et comptes propres soient admissibles à la désignation « dispensé de la mention à découvert ». Pour que l'ordre soit admissible, l'activité du compte devrait être « neutre sur le plan directionnel » et la production et la saisie des ordres devrait être pleinement automatisée. Se reporter à la réponse à CSTA mentionnée précédemment. En particulier, les révisions permettent aux ordres d'un compte propre d'être désignés comme « ordres dispensés de la mention à découvert » si le compte est essentiellement utilisé aux fins de transactions de « facilitation » comme une prise de position à découvert visant à faciliter l'achat d'un client, qui sont par la suite couvertes par des achats, généralement au plus tard à la fin du même jour de bourse. L'OCRCVM note que dans certains territoires, les NFE ont



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<u>suite ce jour-là, de sorte que, dans le cours normal, le compte n'a, à la fin de chaque jour de bourse, rien de plus qu'une position nominale, acheteur ou vendeur, sur un titre donné.</u>	généralement acceptée de la « négociation à fréquence élevée, mais ne croit pas que les NFE devraient avoir un « avantage » à désigner des transactions qui, dans les faits, étaient à découvert au moment de la saisie, simplement parce que cela est problématique. Suggère une « approche fondée davantage sur des principes » à la place des critères précis. Suggère également que le compte propre devrait être admissible.	adopté la pratique de désigner tous les ordres de vente comme « à découvert ». Une telle pratique compromet la possibilité de surveiller convenablement l'activité des ventes à découvert. Les modifications cherchent à conserver l'utilité des données sur les ordres par la séparation des ordres saisis par ceux qui sont généralement « neutres sur le plan directionnel » (par exemple ceux qui effectuent des ventes à découvert d'un jour de bourse qui seront compensées par les achats au cours de ce même jour de bourse, de sorte que les titres n'auront pas à être emprunté aux fins du règlement) de ceux qui saisissent des ordres à découvert en raison d'une impression « négative » et qui devront emprunter les titres pour effectuer le règlement d'une transaction. L'OCRCVM note également que la règle est rédigée en termes de principes, mais que l'orientation énonce des « lignes directrices générales ». Le défaut de respecter les lignes directrices pour de courtes périodes ne constituerait pas une « non-conformité ».
3.1 Restrictions sur la vente à découvert - abrogées	CSTA, Chi-X, CIBC, CNSX, Desjardins, ACCVM, RBC, Scotia, Summerwood et TD- Soutiennent l'abrogation des restrictions sur le cours auquel une vente à découvert peut être effectuée.	L'OCRCVM prend acte du soutien à l'abrogation.
	Summerwood – Note que certains participants au marché confondent les principes de la protection de l'investisseur et de l'intégrité du marché avec la stabilité des prix.	De l'avis de l'OCRCVM, les fluctuations importantes « inexplicables », tant à la hausse qu'à la baisse, sont inquiétantes quand il s'agit de préserver le bon fonctionnement d'un marché équitable.
	CNSX – Il est essentiel que l'OCRCVM continue de travailler avec les autres autorités de réglementation pour repérer les pratiques abusives, notamment les ventes à découvert abusives.	L'OCRCVM a mis en place une alerte pour son système de surveillance afin de repérer les baisses de prix associées à des augmentations des taux de vente à découvert. L'alerte permettra de diriger la surveillance réglementaire sur les comportements potentiellement abusifs en « temps réel ».



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	Hearst – S'oppose à la suppression du critère relatif à la variation du cours et soutiendrait une interdiction des ventes à découvert qui font en sorte qu'il est très difficile pour l'émetteur de maintenir la « stabilité de son marché ».	Les études de l'OCRCVM et d'autres ont démontré que la vente à découvert contribue à la stabilité des cours, et que la volatilité et les écarts augmentent lorsque la vente à découvert est interdite. Les marchés ont pour but d'établir des cours et non de favoriser ou de soutenir des cours « gonflés » ou « déprimés » pour les titres. L'OCRCVM note que l'émetteur n'a pas la responsabilité d'assurer la stabilité des cours de ses titres. Le mécanisme d'établissement des cours est fondé sur le principe que les acheteurs et les vendeurs ont égalité d'accès aux renseignements importants à réunir sur l'émetteur pour établir le cours du marché.
	MacDonald – Estime que la vente à découvert permet aux grands détenteurs/acheteurs institutionnels d'actions de manipuler les cours du marché.	La vente à découvert remplit de nombreuses fonctions dont, parmi les plus importantes, la réduction de la volatilité des cours. L'utilisation abusive de la vente à découvert à des fins « manipulatrices » contrevient aux règles de la même manière que les pratiques de « gonflage et largage » (<i>pump and dump</i>) pour les positions acheteurs.
	Thompson – Estime que le critère relatif à la variation du cours ne « freine pas la vente à découvert abusive ». Permettre un délai excessif pour emprunter des actions afin de couvrir des positions à découvert ne protège aucunement l'investisseur de détail et entraîne une perte de confiance dans un marché juste et équitable.	La « vente à découvert abusive » est une manipulation et peut être traitée aux termes des règles existantes relatives à la manipulation. Le critère relatif à la variation du cours complique les autres ventes à découvert « normales » sans apporter d'avantage réglementaire. L'OCRCVM a mis en place une alerte en temps réel pour aider à repérer les ventes à découvert « abusives ».
	TMX – Estime que la suppression du critère relatif à la variation du cours ne devrait pas causer préjudice compte tenu du cadre réglementaire au Canada et la possibilité pour l'OCRCVM d'exercer une surveillance en temps réel.	L'OCRCVM est d'accord avec ce commentaire.
	Wolverton – Estime que le critère relatif à la variation du cours permet les ventes à découvert lorsque le marché est « en effervescence » alors qu'il y met fin lorsqu'une société ouverte est	Les études empiriques de l'OCRCVM démontrent que le taux des ventes à découvert et les positions à découvert augmentent dans les marchés haussiers et diminuent dans les périodes de baisse des cours, ce qui signifie que



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	faible et a besoin de protection. Pour les petites sociétés, la manipulation du marché est une véritable préoccupation, à la hausse comme à la baisse.	les « ventes à découvert » agissent comme soutien dans les périodes de baisse et n'en sont pas la cause. Cette caractéristique est particulièrement prononcée pour les petites sociétés. L'OCRCVM a mis en place des alertes en temps réel précises qui surveillent les ventes à découvert « abusives » (les augmentations des taux de vente à découvert durant les périodes de baisse). Le mécanisme d'établissement des cours est destiné à fournir un « vrai cours », fondé sur l'humeur générale du marché et la communication complète des renseignements importants, et ne devrait pas être faussé pour accorder une « protection » au cours des titres dans certaines circonstances.
3.2 Interdiction de saisie d'ordres (1) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir un ordre de vente visant un titre sur un marché qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert : a) sauf si l'ordre est désigné comme vente à découvert conformément au point 6.2(1)b)(viii); b) si le titre est un titre inadmissible à une vente à découvert au moment de la saisie de l'ordre. (2) Le sous-alinéa a) de l'alinéa (1) ne s'applique pas à un ordre qui a été désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b)(ix). ...		



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
6.1 Saisie d'ordres sur un marché ... (3) Un participant qui fait fonction de mandataire ne doit pas saisir sur un marché un ordre client ou un ordre non-client, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le client ou le non-client a antérieurement exécuté la vente d'un titre coté en bourse qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes du paragraphe 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée : a) le participant a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle; b) le participant est convaincu, après avoir mené une enquête raisonnable, que toute transaction échouée antérieure <u>ne</u> découlait pas exclusivement d'une erreur administrative et non d'un acte intentionnel ou négligent de la part du client ou du non-client; c) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre. (4) Un participant qui fait fonction de contrepartiste ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre visant un titre donné qui, s'il était exécuté constituerait une vente à découvert, si le participant ou la personne ayant droit d'accès a antérieurement exécuté une vente de ce titre qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes du paragraphe 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée : a) le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle; b) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre. (5) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre portant sur un titre visé par l'obligation d'emprunt préalable qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, sauf si le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle.	CSTA — Street engagera des frais importants pour mettre en œuvre les emprunts préalables, et les autorités en réglementation devraient soupeser les frais de mise en œuvre par rapport aux avantages réels. Chi-X — Soutient la décision de l'OCRCVM de ne pas introduire une obligation d'emprunt préalable obligatoire. CIBC — Estime que les obligations existantes des RUIM sur la négociation manipulatrice et les autres obligations de l'OCRCVM rendent la proposition inutile. Estime qu'il y aura des coûts importants, en temps et en ressources, pour l'investisseur.	À la différence du cadre réglementaire des États-Unis, l'OCRCVM n'introduit pas une « obligation générale » qui s'applique à toutes les ventes à découvert. L'OCRCVM a plutôt essayé de cibler l'obligation seulement sur les comptes qui se sont révélés incapables de régler une transaction dans un délai raisonnable (10 jours) après la date de règlement initiale. L'OCRCVM a proposé initialement une exception à l'obligation dans les cas où le participant est convaincu que le motif de la « transaction échouée sur une période prolongée » était attribuable à une erreur administrative. L'OCRCVM a révisé l'exception pour préciser que le participant n'est pas lié par l'obligation s'il est convaincu que la transaction échouée antérieure ne découle pas d'un acte intentionnel ou négligent. Il n'y a pas de coûts de conformité si toutes les transactions sont réglées et si le compte respecte toutes les obligations de livraison dans les 10 jours de la date de règlement initiale. Se reporter à la réponse au commentaire de CSTA mentionnée précédemment. L'OCRCVM convient qu'une obligation générale d'« emprunt préalable » serait « inutile et fastidieuse » compte tenu de l'historique de la vente à découvert et des transactions échouées au Canada. Pour cette raison, les obligations proposées s'appliquent seulement aux comptes qui ont antérieurement exécuté une « transaction échouée sur une période prolongée ». De cette façon, le coût pour les investisseurs sera uniquement à la charge des investisseurs dont le dossier montre un défaut de règlement auquel il n'a pas été remédié dans un délai « raisonnable » (par ex. 10 jours après la date de règlement initiale). Les obligations supplémentaires deviennent une « mesure incitative » pour les investisseurs et les participants pour qu'ils s'assurent de remédier au problème de livraison dans les 10 jours. L'OCRCVM reconnaît que ces « défauts »



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		représentent un pourcentage très faible des défauts, mais ils ont un effet démesuré sur les taux de transactions échouées cumulatives. L'OCRCVM prévoit que ces obligations supplémentaires amèneront les participants à se discipliner en matière de règlement, de sorte que le nombre de transactions échouées baissera, et mettront l'accent sur des défauts susceptibles de démontrer que les titulaires de comptes ne se conforment pas à d'autres obligations réglementaires.
	Desjardins – Suggère que l'obligation soit revue, car les études de l'OCRCVM « n'indiquent pas qu'un problème existe à l'heure actuelle ».	L'OCRCVM reconnaît que les études démontrent qu'il n'existe pas un problème qui exige une « solution générale et complète ». L'OCRCVM a tenté de faire reposer le fardeau seulement sur les comptes qui ont dans le passé fait défaut de régler dans un délai raisonnable.
	ACCVM – Estime que l'obligation d'« emprunt préalable » est un exemple de réglementation sans justification claire. Si l'obligation est conservée, elle devrait être fondée sur un seuil où le nombre de ventes à découvert sur un titre compromet le processus de règlement. Estime que les transactions échouées sur une période prolongée soulèvent des difficultés de système importantes relativement à la surveillance des transactions échouées sur une période prolongée.	Selon les modifications, l'emprunt préalable n'est pas une obligation pour toutes les ventes à découvert. L'emprunt préalable s'applique uniquement si le compte a antérieurement eu une transaction échouée sur une période prolongée qui n'était pas de nature administrative ou si l'OCRCVM a désigné un titre en particulier en raison de problèmes de règlement liés au taux des ventes à découvert. Se reporter à l'article 2.1 proposé de la Politique 1.1 portant sur la définition de « Titre visé par l'obligation d'emprunt préalable ». Cette définition traite des problèmes systémiques qui découlent des ventes à découvert tandis que le seuil de transactions échouées sur une période prolongée traite des « ventes à découvert potentiellement abusives » susceptibles de survenir dans le compte (par ex. lorsque le détenteur du compte a effectué des ventes à découvert « sans livraison » sans avoir l'intention de procéder au règlement à la date de règlement). Le nombre de transactions échouées sur une période prolongée sera extrêmement faible (et l'OCRCVM s'attend de plus à ce que les participants « resserrent » les procédures de règlement pour éviter l'application des



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		dispositions sur les transactions échouées sur une période prolongée), sauf dans les cas qui justifieraient un examen réglementaire de la transaction visant à assurer que le défaut ne s'inscrit pas dans une pratique de négociation manipulatrice.
	RBC — Estime que la restriction d'emprunt préalable imposée aux clients devrait s'appliquer uniquement au titre qui a fait l'objet d'une transaction échouée sur une période prolongée. Les transactions échouées découlant d'un retard administratif ne devraient pas être traitées de la même manière que celles qui découlent de ventes à découvert irrégulières.	Si un client a antérieurement eu une « transaction échouée sur une période prolongée », l'obligation d'emprunt préalable s'appliquera à tous les titres, sauf si le participant est convaincu que la transaction échouée antérieure ne découle pas d'un acte intentionnel ou négligent du client. Si le client a volontairement fait défaut de régler la vente de l'action « A », l'OCRCVM est d'avis qu'il ne devrait pas lui être permis de faire une vente à découvert de l'action « B » (puisque le participant ne pouvait pas savoir d'avance que le client avait l'intention de manquer à ses obligations de règlement). L'OCRCVM confirme qu'une « erreur ou un retard administratif » (comme un retard de traitement de l'agent des transferts ou d'un dépositaire) ne serait pas considéré comme un acte intentionnel ou négligent du client ou du non-client.
	RBC — Les obligations proposées auraient probablement une incidence négative sur le nombre de ventes à découvert exécutées et pourraient indûment réduire ou restreindre la négociation de certains titres qui ne peuvent être facilement empruntés au préalable, comme les « titres de petites sociétés ». Des complications particulières peuvent survenir relativement à la vente de titres assujettie aux restrictions de la Règle 144A, lesquelles restrictions, en raison des retards dans la suppression de la mention restrictive (<i>restrictive legend</i>), sont sujettes aux échecs prolongés.	L'OCRCVM estime que les obligations d'emprunt préalable n'auront pas d'incidence sur les ventes à découvert, sauf circonstances anormales du marché ou si la personne qui saisit l'ordre a auparavant eu une transaction échouée sur une période prolongée. L'OCRCVM a publié auparavant une orientation (Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-006 – <i>Vente de titres assujettie à certaines lois sur les valeurs mobilières des États-Unis</i>) qui confirme que la vente de titres assujettis à la Règle 144A ou au règlement D, autrement qu'au moyen d'un ordre assorti de conditions particulières et comportant une « livraison retardée » en vue de permettre la suppression de la mention restrictive (<i>restrictive legend</i>), sera réalisée par le participant qui désignera l'ordre comme « dispensé de la mention à



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		découvert » et « le participant aura besoin d'emprunter des titres sans restriction pour réaliser le règlement tout en prenant les dispositions pour la suppression d'une mention restrictive (<i>restrictive legend</i>) ». Faire autrement constituera la saisie d'un ordre sans avoir « l'attente raisonnable de régler » une transaction en découlant, ce qui contrevient à la Politique 2.2 des RUIM.
	Scotia – Estime que les obligations d'« emprunt préalable » ne profiteront pas à l'ensemble des règlements. Elles ne décourageront pas les comportements manipulateurs des personnes physiques qui souhaitent effectuer des ventes à découvert sans livraison.	Les études de l'OCRCVM ont démontré qu'il n'y avait pas de relation prouvée entre la vente à découvert et les transactions échouées. En fait, ces études indiquent qu'une vente à découvert est moins susceptible d'échouer qu'une transaction ordinaire. Toutefois, l'OCRCVM est d'avis que les personnes qui ont fait défaut de régler et qui n'ont pas corrigé la situation dans un délai raisonnable devraient être assujetties à des restrictions supplémentaires et que cette approche est préférable aux options adoptées dans d'autres territoires, comme les obligations de trouver des titres pour une vente à découvert ou l'imposition de « dénouements obligatoires » lorsque la majorité des transactions échouées est attribuable à une erreur ou à un retard administratif.
	Wolverton – Restreindre les ventes à découvert au moyen d'emprunts soulève le problème suivant : la plupart des actions des petites sociétés sont achetées dans des comptes au comptant et sont entièrement payées par les clients, de sorte qu'il n'y a à peu près pas d'actions disponibles pour l'emprunt, ce qui « élimine » les ventes à découvert.	Les modifications n'introduisent pas une obligation d'emprunt générale aux fins des ventes à découvert. L'obligation est plutôt limitée aux titres qui ont connu des problèmes de règlement très inhabituels ou à la personne qui effectue une vente à découvert alors qu'elle a auparavant eu une « transaction échouée sur une période prolongée » qui est attribuable à un acte intentionnel ou négligent du client ou du non-client. L'obligation d'emprunt au préalable ne s'applique pas lorsque l'échec antérieur est attribuable à une erreur ou à un retard administratif. Les dispositions existantes des RUIM obligent le participant qui saisit un ordre sur un marché à avoir une « attente raisonnable de pouvoir régler une transaction découlant de l'exécution d'un ordre ». Un participant n'est pas en mesure de saisir un



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		ordre s'il sait qu'il ne pourra pas régler la transaction à la date de règlement.
6.2 Désignations et identificateurs (1) Chaque ordre saisi sur un marché précise : ... b) une désignation que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable pour le marché sur lequel l'ordre est saisi si l'ordre, selon le cas : (i) est un ordre au cours du marché, (ii) est un ordre au premier cours, (iii) est un ordre au dernier cours, (iv) est un ordre assorti de conditions particulières, (v) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, (v.1) est un ordre de base, (v.2) est un ordre au cours de clôture, (v.3) est un ordre de contournement, (vi) fait partie d'une transaction déclenchée par ordinateur, (vii) fait partie d'une application intentionnelle ou d'une application interne, (viii) est une vente à découvert à l'exclusion d'un ordre désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b)(ix), (ix) est un ordre dispensé de la mention une vente à découvert, (x) est un ordre non-client, (xi) est un ordre propre, (xii) est un ordre de jitney, (xiii) est pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés, (xiv) est pour le compte d'une personne qui est un initié de l'émetteur du titre visé par l'ordre, (xv) est pour le compte d'une personne qui est un actionnaire important de l'émetteur du titre visé par l'ordre,		



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
(xvi) est un ordre à l'égard duquel l'autorité de contrôle du marché peut exiger une désignation précise ou particulière à l'occasion.		
Politique 1.1 - Définitions Article 2.1 – Définition de titre visé par un emprunt préalable Aux termes de la définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », l'autorité de contrôle du marché peut désigner un titre, à l'égard duquel un ordre qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert, comme ne pouvant être saisi sur un marché, à moins que le participant ou la personne ayant droit d'accès n'ait pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres qui seraient nécessaires afin de régler la transaction. En décidant s'il faut ou non effectuer une telle désignation, l'autorité de contrôle du marché tient compte des facteurs suivants : • en fonction des renseignements dont elle a connaissance, le fait qu'il y ait eu une augmentation du nombre, de la valeur ou du volume de transactions échouées visant le titre donné par plus d'un participant ou plus d'une personne ayant droit d'accès; • le fait que le nombre ou la tendance des transactions échouées se rapporte aux ventes à découvert; • le fait que la désignation serait dans l'intérêt de la préservation du bon fonctionnement d'un marché équitable.		
Politique 2.2. – Activités manipulatrices et trompeuses Article 1 – Manoeuvre, action ou pratique manipulatrice et trompeuse Il existe un certain nombre d'activités qui, de par leur nature, seront jugées constituer une manoeuvre, action ou pratique manipulatrice ou trompeuse. Aux fins de l'alinéa (1) de la règle 2.2 et sans que soit limitée la portée générale de cet alinéa, les activités suivantes constituent une manoeuvre, une action ou une pratique manipulatrice ou trompeuse lorsqu'elles sont effectuées sur un marché : - le fait d'effectuer une transaction fictive; - le fait d'effectuer une transaction sur un titre qui n'a pas pour effet d'opérer un changement dans le droit de propriété effective ou économique sur ce titre; - le fait d'effectuer, conjointement ou à titre exclusif, des transactions en vue de restreindre la quantité de titres disponibles pour régler des transactions effectuées par d'autres personnes, sauf à des cours et selon des conditions que		



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
cette ou ces personnes imposent de façon arbitraire. Si des personnes savent ou devraient raisonnablement savoir qu'elles se livrent ou qu'elles participent à ce type d'activités ou à des activités semblables, ces personnes contreviennent à l'alinéa (1) de la règle 2.2, peu importe si cette manoeuvre, action ou pratique crée une apparence fausse ou trompeuse d'activité de négociation, suscite un intérêt à l'égard de l'achat ou de la vente d'un titre ou engendre un cours vendeur, un cours acheteur ou un prix de vente factices visant un titre ou un titre connexe.		
Politique 3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert Article 1 – Saisie des ventes à découvert avant l'ouverture - abrogé		
Politique 3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert Article 2 – Cours des ventes à découvert sur les titres négociés ex-distribution - abrogé		
Questions: 1. Existe-t-il des raisons sur le plan de la politique, autres que celles qui sont cernées dans le présent Avis de consultation, dont l'OCRCVM devrait tenir compte dans le cadre de son abrogation proposée du « critère relatif à la variation du cours » existant (les ventes à découvert doivent être réalisées à un cours qui n'est pas inférieur au dernier cours vendeur)? Si vous êtes en désaccord avec la proposition d'abrogation du critère relatif à la variation du cours, veuillez indiquer pourquoi il y aurait lieu de conserver cette mesure.	Scotia – Est d'accord avec l'abrogation, mais suggère d'autres protections, comme un coupe-circuit.	L'OCRCVM n'est pas en faveur de restrictions sur les ventes à découvert lorsqu'un coupe-circuit est déclenché. L'examen de l'OCRCVM indique que les baisses de cours marquées sont rarement associées aux ventes à découvert (même si l'OCRCVM surveille ce type d'activité et a adopté une alerte fondée sur une augmentation des ventes à découvert et les baisses de cours). L'OCRCVM a surveillé les cas où un titre intercoté avait fait l'objet d'un coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis. Dans plus de 80 % des cas, la baisse du cours était attribuable à la publication de nouvelles négatives importantes ou à des événements particuliers dans le secteur. Les pratiques de ventes à découvert au cours de la période menant au déclenchement du coupe-circuit ne différaient pas de manière significative de celles au cours de la période suivant la fin du coupe-circuit (il en va de même des pratiques au cours de la période où le coupe-circuit était en vigueur aux États-Unis). L'OCRCVM



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		persiste à croire qu'un régime de coupe-circuits pour vente à découvert n'est pas justifié.
2. Si les restrictions sur le cours d'une vente à découvert doivent être maintenues, les RUIM devraient-elles adopter un « critère relatif au cours acheteur » au moment de la saisie de l'ordre (p. ex., une vente à découvert ne peut être saisie sur un marché moyennant un cours supérieur au meilleur cours acheteur)?	Scotia — Ne soutient pas l'utilisation d'un critère relatif à la variation du cours, sauf s'il est assorti d'un coupe-circuit, et est d'avis qu'il existe des preuves que les ventes à découvert entraînent une baisse du marché.	Se reporter à la réponse aux commentaires de Scotia à la Question 1.
	TD — Estime qu'il ne faut conserver aucune restriction sur le cours d'une vente à découvert.	L'OCRCVM est d'accord avec ce commentaire.
3. Si les restrictions sur le cours d'une vente à découvert doivent être maintenues, que ce soit à court terme ou à long terme, devrait-il y avoir une dispense pour les titres intercotés sur un marché aux États-Unis?	CIBC, Desjardins, ACCVM, Scotia et TD — Si le critère relatif à la variation du cours est conservé, les titres intercotés devraient en être dispensés afin de prévenir l'arbitrage réglementaire nuisible aux marchés canadiens.	L'OCRCVM est d'accord avec ce commentaire.
4. Si les restrictions sur le cours d'une vente à découvert sont abrogées, quelles sont les possibilités d'arbitrage réglementaire qui peuvent exister dans le cas d'un titre intercoté, lorsqu'un coupe-circuit a été déclenché aux États-Unis, lequel donne lieu à des restrictions sur le cours des ventes à découvert? Quelles sont les mesures qui pourraient être prises, le cas échéant, afin de limiter cet arbitrage réglementaire éventuel?	Chi-X — Lorsque cela est possible, il faudrait réconcilier les différences des régimes réglementaires. Néanmoins, la justification de l'abrogation du « critère relatif à la variation du cours » prime l'effet d'une possibilité d'arbitrage réglementaire.	L'OCRCVM a surveillé la négociation des titres intercotés qui ont déclenché des coupe-circuits pour vente à découvert aux États-Unis. L'OCRCVM n'a constaté aucune preuve de migration des ventes à découvert. De plus, l'OCRCVM n'a trouvé aucune preuve que les augmentations du taux des ventes à découvert avaient été la cause des baisses de cours.
	CIBC — Avance qu'un coupe-circuit « général » serait suffisant.	L'OCRCVM est d'accord avec ce commentaire. Une orientation sur le déclenchement d'un « coupe-circuit pour titre individuel » a été publiée dans l'Avis de l'OCRCVM 12-0040. Un projet de note d'orientation révisée sur l'intervention réglementaire relative à l'annulation ou à la modification des transactions a été publié pour commentaires.
	Desjardins et Scotia — Estiment qu'aucune mesure n'est nécessaire.	
	ACCVM — S'il n'y a pas de risque réglementaire à abroger le critère relatif à la variation du cours, il	



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	n'y a pas de raison de ne pas permettre la possibilité d'arbitrage.	
	TD – Estime que les possibilités d'arbitrage réglementaire seront « extrêmement limitées ». Note qu'historiquement les règles canadiennes en matière de restriction sur le cours des ventes à découvert différaient des règles américaines.	
	TMX – N'est au courant d'aucun arbitrage réglementaire jusqu'à maintenant et estime que les dispositions existantes des RUIM protègent adéquatement le marché canadien.	
5. Les modifications proposées « réutiliseraient » la désignation existante d'ordre « à découvert dispensé » afin d'indiquer les comptes qui sont admissibles à la désignation d'ordre « dispensé de la mention à découvert ». Existe-t-il des facteurs déterminés à prendre en compte sur le plan de l'exploitation pour les marchés ou les participants qui découlent de ce changement d'utilisation? Y aurait-il des avantages à mettre en oeuvre une nouvelle désignation distincte si les marchés, les fournisseurs de services et les participants sont néanmoins tenus de modifier leur système afin de retirer la fonctionnalité et de prendre des mesures en vue d'accepter la désignation existante d'ordre « à découvert dispensé »?	Chi-X , CIBC, CNSX et Scotia – Estiment que « réutiliser » les désignations existantes peut épargner des frais, mais suggèrent que la confusion des investisseurs et les différences quant au protocole FIX utilisé aux États-Unis peuvent rendre préférable l'adoption de nouvelles étiquettes.	L'OCRCVM est d'accord avec ce commentaire.
	ACCVM – Suggère que les marchés soient tenus de fournir une nouvelle étiquette/désignation qui serait uniforme partout.	L'OCRCVM est d'accord avec cette suggestion.
	RBC – Les frais de mise en oeuvre seront importants et, si la modification est attribuable à des raisons purement statistiques, suggère que l'OCRCVM examine de nouveau la proposition.	La suppression du critère relatif à la variation du cours des ventes à découvert est la pierre angulaire des modifications. Pour répondre à la préoccupation que cette suppression puisse ouvrir la porte aux ventes à découvert « abusives », l'OCRCVM doit pouvoir mieux surveiller les ventes à découvert. Les dispositions distinguent les ventes à découvert effectuées par des investisseurs qui ont une approche « directionnelle » sur la valeur d'un titre des ventes à découvert effectuées par des « personnes » qui sont neutres sur le plan directionnel, mais tirent simplement profit des « occasions de négociation » principalement créées par l'augmentation du nombre de marchés négociant les



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	TD – Soutient la réutilisation de la désignation. TMX – Préfère l'adoption d'une nouvelle désignation d'ordre.	mêmes titres. Il y aura des frais à la mise en œuvre d'une nouvelle désignation, mais les modifications simplifieront à long terme la surveillance des participants, car les ordres auront été adéquatement désignés. Pour les comptes admissibles à la désignation « dispensé de la mention à découvert », la modification aura également pour effet de supprimer l'obligation de changer la désignation d'un ordre antérieurement saisi comme « à découvert », lorsqu'après la saisie de l'ordre de vente le compte n'est plus en position acheteur. De telles modifications à un ordre peuvent avoir des incidences sur la priorité des ordres dans certains marchés. L'OCRCVM est d'accord avec cette suggestion.
6. Existe-t-il d'autres facteurs à prendre en compte sur le plan de l'exploitation pour les marchés ou les participants qui découleraient de l'adoption des modifications proposées, au-delà de ceux qui sont cernés dans le cadre du présent Avis de consultation?	Chi-X – L'abrogation du « critère relatif à la variation du cours » simplifiera les décisions d'acheminement pour les mécanismes intelligents des ordres qui n'auront plus à tenir compte des différences entre les mécanismes qu'utilise chaque marché pour appliquer, au moyen de son système, les restrictions sur les cours. CIBC et ACCVM – Estiment que le temps et les ressources requis pour définir et élaborer un système visant à automatiser et à surveiller la conformité aux obligations pourraient être démesurés par rapport aux avantages réglementaires obtenus.	L'OCRCVM est d'accord. Il a sollicité des commentaires sur les modifications des obligations entourant le calcul du « dernier cours vendeur » dans le cadre des modifications proposées aux RUIM sur la « liquidité invisible ». Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0225 publié le 29 juillet 2011. Le nombre de transactions échouées est faible et les transactions échouées sur une période prolongée représentent moins de 4 % de ce nombre. L'OCRCVM s'attend à ce que les participants revoient leurs politiques et procédures en vue de réduire encore le nombre de transactions échouées sur une période prolongée. Compte tenu du nombre limité de cas, l'OCRCVM ne s'attend pas à ce que les participants automatisent spécifiquement la conformité des transactions échouées sur une période prolongée ou des emprunts préalables. À l'heure actuelle, chaque



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		participant surveille l'activité de « crédit » dans les comptes et peut imposer « manuellement » des restrictions sur l'activité de négociation.
7. Si les modifications proposées sont approuvées, l'OCRCVM se propose de retarder la mise en oeuvre pendant une période de cent quatre-vingts (180) jours afin d'accorder aux participants, aux marchés et aux fournisseurs de services un délai suffisant afin d'apporter les modifications nécessaires à leurs systèmes, politiques et procédures. La durée de mise en oeuvre devrait-elle être plus longue et, le cas échéant, pourquoi?	CIBC et ACCVM – Suggèrent une période de mise en oeuvre d'un an.	Se reporter à la réponse aux commentaires de la CIBC à la Question 6.
	Desjardins – Il est difficile d'estimer le temps.	L'OCRCVM peut être souple quant à la prolongation de la période de mise en oeuvre si des problèmes surviennent.
	Scotia – Suggère une période de mise en oeuvre d'au moins un an compte tenu des modifications au système, de la formation et des essais.	Compte tenu de la nature limitée des modifications (c.-à-d. imposer des restrictions supplémentaires à des comptes particuliers qui ont fait défaut de livrer les titres à la date du règlement ou à la négociation de titres donnés dans des circonstances extraordinaires), l'OCRCVM estime que les politiques, procédures ou mécanismes existant que les participants doivent respecter dans le cadre de l'activité de négociation de titres ou de comptes en particulier seront adéquats (et ne devraient pas nécessiter de modifications majeures).
	TD – Soutient la période de mise en oeuvre de 180 jours proposée.	
	TMX – Une période de 180 jours n'est pas suffisante pour les marchés (si une nouvelle désignation de « dispensé de la mention à découvert » est adoptée plutôt que réutilisée).	
7. L'obligation de désigner un ordre de vente comme « vente à découvert » est déterminée en fonction des avoirs regroupés du « vendeur » (au sein de plusieurs comptes qui peuvent, en réalité, être détenus auprès de plusieurs participants ou courtiers) alors que l'obligation qui incombe à un participant de déposer un relevé de positions à découvert est fonction de la position de chaque compte individuel. Si le critère relatif à la variation du cours est abrogé, le fondement de la décision de désigner les ordres et de déposer des relevés de positions à découvert devrait-il être harmonisé? Serait-il préférable que la désignation des ordres soit décidée en fonction des avoirs au sein du compte	CIBC et ACCVM – La désignation pour les comptes clients devrait être sur une base « regroupée », mais suggère que les comptes propres puissent utiliser l'une ou l'autre des méthodes.	L'abrogation du critère relatif à la variation du cours entraînera la suppression de tout avantage lié au regroupement des positions dans plusieurs comptes (c.-à-d. la possibilité d'effectuer une vente à un prix inférieur au dernier cours vendeur même lorsque le compte qui effectue réellement la vente est dans une position à découvert). S'il existe dans les faits un risque de règlement lorsque le titre n'est pas détenu dans le compte qui effectue la vente, il peut être justifié de désigner cette vente comme « à découvert ».



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
qui saisit l'ordre de vente, et ce, au moment de la saisie de l'ordre?	Desjardins – Soutient l'utilisation de l'option « regroupée ».	
	Scotia – Suggère que la « position nette » du client et du courtier membre, ensemble, fournirait une référence plus fiable aux fins de la désignation et du relevé des positions à découvert. Se demande si les comptes dispensés de désigner les ordres à découvert seraient dispensés du relevé sur les positions à découvert.	Les comptes dispensés de la désignation « à découvert » ne sont pas dispensés de produire un relevé sur les positions à découvert.
	TD – Prendre la décision en fonction de la position de chaque compte individuel constitue l'approche pratique. Pour les comptes de « livraison contre paiement », les courtiers doivent à l'heure actuelle se fier aux déclarations du client.	
Commentaires généraux	CDS – Soutient fermement toutes les initiatives destinées à réduire les transactions échouées. Si l'OCRCVM ou les participants de CDS jugent que des relevés supplémentaires ou améliorés faciliteraient l'atteinte des objectifs de l'OCRCVM, CDS entamera des discussions pour déterminer la meilleure façon d'élaborer ces relevés et l'échéancier d'un travail d'élaboration.	L'OCRCVM et les ACVM publient un avis conjoint sollicitant des commentaires sur divers aspects de la transparence des ventes à découvert et des transactions échouées.
	CSTA – Note des problèmes avec les coupe-circuits pour vente à découvert aux États-Unis, dont le fait que les titres assujettis à des « mesures d'entreprises » n'ont pas été dispensés.	L'OCRCVM n'a pas soutenu un coupe-circuits pour vente à découvert, car son examen n'a pas constaté de relation entre les baisses de cours importantes et l'activité des ventes à découvert.
	ACCVM – Suggère que les propositions soient examinées de nouveau afin de s'assurer qu'elles traitent un problème canadien prouvé qui justifierait un fardeau réglementaire accru.	Compte tenu de la nature limitée des modifications (c.-à-d. imposer des restrictions supplémentaires à des comptes particuliers qui ont fait défaut de livrer les titres à la date du règlement ou à la négociation de titres donnés dans des circonstances extraordinaires), l'OCRCVM estime que les politiques, procédures ou



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications (les révisions apportées aux modifications proposées sont mises en évidence)	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		mécanismes existant que les participants doivent respecter dans le cadre de l'activité de négociation de titres ou de comptes en particulier seront adéquats (et ne devraient pas nécessiter de modifications majeures).
	Wolverton — Des différences importantes concernant les règles des règlements et des marges entre le Canada et les États-Unis signifient que le Canada n'a pas connu les problèmes de ventes à découvert ou de défaut que les États-Unis ont connus. Les ventes à découvert n'ont pas besoin de faire l'objet d'une réforme, « sauf votre respect, je vous prie de résister à l'envie de réparer des choses qui ne sont pas brisées ».	L'OCRCVM n'a pas proposé d'adopter les « solutions » générales et complètes qui ont été suggérées ou adoptées aux États-Unis. Les modifications ciblent plutôt des obligations supplémentaires seulement dans les cas où il y a eu des « problèmes » et visent à supprimer les restrictions que l'expérience en matière de négociation ne justifie pas.