

AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles Avis d'approbation

RUIM

Destinataires à l'interne :
Affaires juridiques et conformité
Négociation

Personne-ressource :

James E. Twiss
Vice-président à la politique de réglementation
des marchés
Téléphone : 416 646-7277
Télécopieur : 416 646-7265
Courriel : jtwiss@iiroc.ca

12-0078
Le 2 mars 2012

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

Résumé

Le 2 mars 2012, les autorités en valeurs mobilières compétentes ont approuvé des modifications (les modifications) aux RUIM concernant les ventes à découvert et les transactions échouées¹. Les modifications, qui **prennent effet le 1^{er} septembre 2012** :

- **abroge le critère relatif à la variation du cours;**²
- imposent des obligations d'emprunt préalables pour les ventes à découvert effectuées dans certaines circonstances;
- exigent qu'un ordre de vente provenant d'une position vendeur (position à découvert) continue d'être désigné comme « vente à découvert », mais introduisent la désignation « dispensé de la mention à découvert » qui doit être utilisée dans le cas d'un ordre

¹ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0075 – Avis sur les Règles – Avis de consultation – RUIM – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées* (25 février 2011) dans lequel les modifications proposées ont été publiées pour commentaires (les « modifications proposées »). Se reporter à l'Annexe B pour obtenir le résumé des commentaires reçus sur les modifications proposées et les réponses de l'OCRCVM. La première colonne du tableau montre les changements apportés aux modifications proposées dans le cadre de l'approbation des modifications.

² Le critère relatif à la variation du cours est l'interdiction, que prévoit au paragraphe 3.1 des RUIM, d'effectuer une vente à découvert à un prix moindre que le dernier cours vendeur du titre.



d'achat ou de vente d'un titre passé par des comptes qui adoptent une stratégie de négociation des titres « neutre sur le plan directionnel ».

Lorsque les modifications prendront effet, les participants et les personnes ayant droit d'accès seront :

- déchargés de l'obligation de veiller à ce que les ventes à découvert respectent le « critère relatif à la variation du cours »;
- tenus de se doter de politiques et procédures applicables aux situations où un titre doit être « emprunté au préalable », c'est-à-dire avant une vente à découvert;
- tenus de se doter de politiques et procédures pour repérer convenablement un ordre saisi devant être désigné comme « vente à découvert » ou comme « dispensé de la mention à découvert ».

L'OCRCVM a tenu des rencontres avec des représentants des marchés et des fournisseurs de services pour traiter des incidences technologiques des modifications et, plus particulièrement, pour coordonner l'adoption de la désignation « dispensé de la mention à découvert ». L'OCRCVM prévoit publier une note d'orientation sur l'utilisation des désignations « vente à découvert » et « dispensé de la mention à découvert » avant la prise d'effet des modifications.



Avis sur les règles – Table des matières

1.	Mise au point d'une stratégie pour le marché canadien	4
1.1	Abrogation des restrictions sur le cours des ventes à découvert	5
1.2	Transparence	5
1.3	Surveillance des possibilités d'arbitrage réglementaire	6
1.4	Amélioration de la confiance des investisseurs	7
1.5	« Intervention réglementaire »	9
1.6	Surveillance accrue	9
1.7	Obligations d'emprunt préalable	10
2.	Analyse des modifications.....	11
2.1	Abrogation des restrictions sur le cours des ventes à découvert	11
2.2	Obligations d'emprunt préalable	11
2.3	Abrogation de la désignation d'ordre « à découvert dispensé »	13
2.4	Adoption de la désignation « dispensé de la mention à découvert »	13
2.5	Modifications corrélatives.....	14
2.5.1	Définition d'un « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »	14
2.5.2	Exemple d'une « manœuvre, action ou pratique manipulatrice ou trompeuse »	14
3.	Changements apportés aux modifications proposées	14
4.	Résumé de l'effet des modifications	15
5.	Incidences technologiques et plan de mise en œuvre	16
	Annexe A - Libellé des dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées	17
	Annexe B - Commentaires reçus en réponse à l'Avis sur les règles 11-0075 – Avis de consultation - RUIM – <i>Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées</i>	21
	Annexe C - Initiatives de l'OCRCVM visant les ventes à découvert et les transactions échouées	39



1. Mise au point d'une stratégie pour le marché canadien

Depuis l'adoption, en octobre 2008, de modifications aux RUIM concernant les ventes à découvert et les transactions échouées, l'OCRCVM a entrepris l'évaluation de mesures additionnelles qu'il pourrait prendre au Canada pour traiter les questions liées aux ventes à découvert et aux transactions échouées. En mettant au point les propositions visant à réglementer davantage les ventes à découvert et les transactions échouées, l'OCRCVM a voulu s'assurer que les règles, les notes d'orientations et le régime de surveillance :

- sont étayés par des preuves empiriques concernant les ventes à découvert et les transactions échouées sur le marché canadien;
- s'insèrent dans un régime de surveillance globale des risques à l'intégrité du marché (p. ex., restreindre les ventes à découvert n'est peut-être pas la réponse indiquée à toutes les baisses de cours « rapides »);
- sont neutres, en ce sens qu'ils traitent les mouvements « inhabituels » des cours d'un titre, à la hausse ou à la baisse, comme motif justifiant un examen plus poussé selon la réglementation;
- sont ciblés, en ce sens que le fardeau de la conformité repose sur ceux qui ont omis de se conformer aux obligations;
- sont pratiques, en ce sens que les marchés et les courtiers peuvent se conformer aux obligations à coût raisonnable;
- sont équilibrés, en ce sens que les propositions ne provoquent aucune réaction suivant la réglementation, qui entraîne une détérioration de la qualité du marché pour tous les participants au marché;
- sont efficaces, en ce sens que les propositions ne nuisent pas à l'utilisation adéquate des ventes à découvert et à la liquidité qu'une telle utilisation procure au marché.

La stratégie globale de la réglementation sur les ventes à découvert et les transactions échouées comprend les mesures suivantes :

- abroger le critère relatif à la variation du cours;
- augmenter la transparence de l'information sur les ventes à découvert et les transactions échouées;
- surveiller les occasions d'arbitrage réglementaire liées aux ventes à découvert;
- augmenter les connaissances des investisseurs et rehausser leur confiance dans le rôle de la vente à découvert dans le fonctionnement du marché et les motifs des transactions échouées;



- communiquer les critères d'intervention réglementaire concernant la modification ou l'annulation de transactions en cas de grande volatilité des cours;
- améliorer la surveillance des ventes à découvert et des transactions échouées; et
- imposer des obligations d'emprunt préalables pour les ventes à découvert effectuées dans certaines circonstances.

Bien que les modifications, dont l'abrogation du critère relatif à la variation du cours, représentent un élément important de la stratégie, l'Annexe C présente brièvement les diverses initiatives que l'OCRCVM a entreprises depuis octobre 2008 ou qu'elle prévoit prendre pour mettre en œuvre cette stratégie.

1.1 Abrogation des restrictions sur le cours des ventes à découvert

Les études menées par l'OCRCVM soutiennent l'hypothèse que le critère relatif à la variation du cours n'a aucune incidence marquée sur l'établissement du cours³; c'est pourquoi l'OCRCVM est d'avis qu'il existe de meilleurs mécanismes pour repérer les ventes à découvert abusives et à y remédier. Les modifications abrogent le critère relatif à la variation du cours, mais l'OCRCVM continuera à collaborer avec les autres autorités de réglementation au Canada pour améliorer les mesures destinées à repérer les ventes à découvert abusives et à y remédier.

1.2 Transparence

Dans le but d'augmenter la transparence de l'activité des ventes à découvert sur le marché canadien, l'OCRCVM :

- après la mise en œuvre des modifications, sera en mesure de produire et de diffuser publiquement deux fois par mois un relevé sur la proportion des « ventes à découvert » par rapport à l'ensemble de la négociation de chaque titre sur tous les marchés, ce qui devrait favoriser une meilleure évaluation des niveaux « normaux » des ventes à découvert de chaque titre;
- a retiré une proposition visant à abroger l'obligation de préparer des relevés des positions à découvert, le relevé consolidé des positions à découvert (le RCPD)⁴ sera donc encore produit deux fois par mois.

³ Se reporter plus particulièrement à l'Avis de l'OCRCVM 11-0077 – Avis sur les règles – Technique – RUIM – *Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX* (25 février 2011).

⁴ Même si le paragraphe 10.10 des RUIM oblige les participants et les personnes ayant droit d'accès à déposer des relevés des positions à découvert, le RCPD est produit pour les titres cotés à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSXV par la Bourse de Toronto qui met à la disposition du public certains renseignements et offre le RCPD intégral dans le cadre d'un service d'abonnement. La Bourse



Outre les modifications et autres initiatives de l'OCRCVM décrites dans le présent avis sur les règles, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les ACVM) et l'OCRCVM ont publié un avis conjoint et sollicite vos commentaires sur la nécessité ou l'utilité d'avoir d'autres propositions visant à améliorer la transparence de l'information sur les ventes à découvert et les transactions échouées (l'Avis conjoint)⁵. Selon les réponses à l'Avis conjoint, l'OCRCVM pourra proposer d'autres modifications de règle ou initiatives.

1.3 Surveillance des possibilités d'arbitrage réglementaire

Aux États-Unis, la règle 201 de la Securities and Exchange Commission (la SEC), adoptée et mise en œuvre le 28 février 2011, prévoit qu'il n'y a pas de restriction sur le cours ou de « critère relatif à la variation du cours » pour une vente à découvert, sauf si une baisse du cours de 10 % d'un titre donné a d'abord déclenché un coupe-circuit. Dans ce cas, pour le reste de ce jour de bourse et le jour de bourse suivant, la vente à découvert doit être saisie à un cours se situant un échelon au-dessus du meilleur cours acheteur⁶. Comme la baisse du cours requise est associée à l'imposition d'une période de restriction sur le cours relativement courte, la majeure partie du marché américain n'est pas assujettie à un critère relatif à la variation du cours.

Concurremment à la publication du présent avis sur les règles, l'OCRCVM a publié les résultats d'une étude sur les effets des coupe-circuits pour vente à découvert aux États-Unis sur la négociation de titres intercotés au Canada (l'étude sur les coupe-circuits pour vente à découvert)⁷. L'étude sur les coupe-circuits pour vente à découvert a analysé l'effet qu'avait le déclenchement, aux États-Unis, d'un coupe-circuit pour vente à découvert relatif à un titre intercoté à la Bourse de Toronto ou à la Bourse de croissance TSX sur la négociation au Canada, en particulier la vente à découvert, au cours de la période immédiatement avant, pendant et immédiatement après l'imposition des restrictions sur le cours des ventes à découvert du titre sur les marchés américains. L'étude sur les coupe-circuits pour vente à découvert suggère que les restrictions sur le cours des ventes à découvert imposées après le déclenchement d'un coupe-circuit pour vente à découvert avaient dans l'ensemble des effets minimes sur la vente à découvert des titres intercotés sur les marchés au Canada.

nationale canadienne (CNSX) produit un RCPD distinct pour les titres cotés à cette bourse. Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0075, cité précédemment.

⁵ Avis de l'OCRCVM 12-0076 - Avis sur les règles – Avis de consultation – RUIM – Avis conjoint 23-312 Autorités canadiennes en valeurs mobilières/Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières – *Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012).

⁶ Se reporter aux publications intitulées SEC Release 34-6159 – *Regulation SHO* (26 février 2010) et SEC Release 34-63247 – *Regulation SHO* (4 novembre 2010).

⁷ Avis de l'OCRCVM 12-0077- Avis sur les règles – Technique – RUIM – *Effets des coupe-circuits pour vente à découvert aux États-Unis sur la négociation de titres intercotés au Canada* (2 mars 2012). L'étude sur les coupe-circuits pour vente à découvert a, entre le 28 février 2011 et le 29 avril 2011, étudié 112 cas où un coupe-circuit pour vente à découvert a été déclenché aux États-Unis pour un titre intercoté.



De l'avis de l'OCRCVM, le Canada n'a pas besoin d'adopter le même système de coupe-circuits pour vente à découvert et des règles de rechange sur la négociation à un cours supérieur. Cet avis est fondé notamment sur le fait que les études empiriques menées par l'OCRCVM n'ont pas révélé de relations entre les baisses de cours rapides et une activité inhabituelle des ventes à découvert. De plus, selon l'OCRCVM, le marché canadien peut démontrer que son système de surveillance des négociations remédie efficacement aux ventes à découvert « abusives » en employant d'autres mécanismes, comme les alertes en temps réel fondées sur l'activité de négociation sur tous les marchés canadiens.

L'OCRCVM a mis en place une alerte pour son système de surveillance qui surveille les niveaux d'activité inhabituels de ventes à découvert, assortie de fluctuations importantes des cours. Si le système relève des niveaux inhabituels de ventes à découvert qui perturbent le marché, l'OCRCVM peut aussi intervenir pour modifier ou annuler le cours d'une transaction « déraisonnable » ou, dans des circonstances extrêmes, pour interrompre la négociation d'un titre sur tous les marchés. De plus, l'OCRCVM peut pour un certain temps désigner un titre comme « titre inadmissible à la vente à découvert ».

1.4 Amélioration de la confiance des investisseurs

L'OCRCVM estime que pour mieux soutenir la confiance des investisseurs, il faut :

- renseigner les investisseurs et, de façon moindre, le secteur sur le rôle de la vente à découvert dans la négociation ordinaire (notamment par la publication des études empiriques que l'OCRCVM a déjà menées et le soutien aux recherches futures, plus particulièrement celles sur les effets de l'abrogation du critère relatif à la variation du cours);
- mieux faire connaître la surveillance entreprise par l'OCRCVM et les cas où l'OCRCVM effectuerait une « intervention réglementaire » en raison de baisses rapides, importantes et non expliquées du cours de certains titres⁸;
- respecter les principes généraux sur la réglementation des ventes à découvert, énoncés par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV »), en tenant compte des caractéristiques et des pratiques propres au marché canadien⁹.

⁸ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 12-0040 - Avis sur les règles – Note d'orientation – RUIM – Note d'orientation sur la mise en œuvre de coupe-circuits pour titre individuel (2 février 2012). Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 10-0331 – Avis sur les règles – Avis de consultation – RUIM – Projet de note d'orientation relatif à l'intervention réglementaire en vue de la modification ou de l'annulation de transactions (15 décembre 2010).

⁹ Se reporter à l'Annexe C - *Rapprochement entre les RUIM et les modifications proposées aux recommandations de l'OICV sur la réglementation des ventes à découvert* de l'Avis de l'OCRCVM 11-0075, cité précédemment.



L'OCRCVM a publié des études sur les ventes à découvert et les transactions échouées, notamment :

- l'étude sur les coupe-circuits pour vente à découvert, qui suggère que les restrictions sur le cours des ventes à découvert imposées après le déclenchement d'un coupe-circuit pour vente à découvert avaient dans l'ensemble des effets minimes sur la vente à découvert des titres intercotés sur les marchés au Canada¹⁰;
- une étude sur la relation entre le mouvement des cours et les ventes à découvert des titres inscrits à la Bourse de croissance TSX pour la période s'échelonnant du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010, qui constate que les cours et les taux des ventes à découvert ont 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 cours¹¹;
- une étude sur les tendances de l'activité de négociation, des ventes à découvert et des transactions échouées pour la période de trois ans s'échelonnant du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010, qui constate que, durant cette période, les taux des ventes à découvert ont été relativement constants et que les taux des transactions échouées ont généralement baissé (l'étude sur les tendances)¹²;
- une étude antérieure sur les tendances de l'activité de négociation, des ventes à découvert et des transactions échouées pour la période s'échelonnant du 1^{er} mai 2007 au 30 septembre 2008, qui de façon générale constate des tendances correspondant aux tendances de l'étude sur les tendances¹³;
- une analyse des effets de l'interdiction sur les ventes à découvert de titres de certains émetteurs du secteur financier inscrits à la Bourse de Toronto et à une bourse américaine, laquelle interdiction était en vigueur entre le 22 septembre 2008 et le 8 octobre 2008, qui constate que l'interdiction a eu un effet important sur la qualité du marché en réduisant la liquidité et en augmentant les « écarts », sans que la volatilité des cours soit touchée¹⁴;
- une étude sur les transactions échouées entreprise par Services de réglementation du marché inc. en 2006, qui détermine, parmi d'autres conclusions, qu'une vente à

¹⁰ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 12-0077, cité précédemment.

¹¹ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0077 - Avis sur les règles – Technique – *Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX* (25 février 2011).

¹² Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0078 - Avis sur les règles – Technique – *Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (25 février 2011).

¹³ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 09-0037 - Avis administratif – Généralités – *Tendances récentes relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (4 février 2009).

¹⁴ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 09-0038 - Avis administratif – Généralités – *Incidence de l'interdiction de ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier* (9 février 2009).



découvert est moins susceptible d'échouer que les transactions en général et que l'erreur administrative est le motif principal des transactions échouées¹⁵.

Considérés ensemble, les résultats des études empiriques montrent que le marché canadien n'a pas connu les problèmes qui ont pu se manifester dans d'autres territoires relativement aux ventes à découvert, plus particulièrement les ventes à découvert sans livraison, et aux transactions échouées.

1.5 « Intervention réglementaire »

À l'heure actuelle, les politiques et procédures de l'OCRCVM relatives à une intervention réglementaire visant l'interruption de la négociation d'un titre donné ou la modification ou l'annulation des transactions ne sont pas communiquées au public. Dans le cadre d'une initiative distincte, l'OCRCVM a publié, dans le cadre d'un appel à commentaires, un projet de note d'orientation qui fournirait une plus grande transparence sur les politiques et procédures existantes de l'OCRCVM se rapportant à la modification ou à l'annulation des transactions « déraisonnables » et des transactions qui ne sont pas conformes aux exigences des RUIIM¹⁶. En outre, l'OCRCVM a publié, dans le cadre d'un appel à commentaires, un projet de note d'orientation concernant la mise en œuvre d'un « coupe-circuit pour titre individuel » qui interromprait la négociation d'un titre donné pendant une courte période si le cours de ce titre subissait une fluctuation rapide, importante et inexplicée¹⁷.

1.6 Surveillance accrue

L'OCRCVM a pris des mesures pour accroître sa surveillance des ventes à découvert et des transactions échouées. En particulier :

- À compter du 1^{er} juin 2011, l'OCRCVM a instauré sur Internet un système de déclaration des « transactions échouées sur une période prolongée », lesquelles sont définies comme des transactions que le client a omis de régler dans les 10 jours ouvrables après la date de règlement habituelle. Ce système aide l'OCRCVM à repérer les échecs « problématiques » et lui permet d'évaluer les motifs de l'échec et de surveiller les mesures prises pour régler le problème¹⁸.

¹⁵ Pour une analyse plus détaillée de l'étude sur les transactions échouées et ses résultats, se reporter à l'Avis sur la politique relations au marché 2007-003 – Généralités – Résultats de l'étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens (13 avril 2007).

¹⁶ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 10-0331, cité précédemment. L'OCRCVM prévoit sous peu publier de nouveau le projet de note d'orientation dans le cadre d'un appel à commentaires.

¹⁷ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 12-0044, cité précédemment.

¹⁸ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0080 - Avis sur les règles – Note d'orientation – RUIIM – Date de mise en œuvre de la déclaration de transactions échouées sur une période prolongée (25 février 2011).



- L'OCRCVM a mis en place une nouvelle alerte de surveillance qui surveille les baisses des cours d'un titre associées aux modifications du taux des ventes à découvert et qui s'appuie sur les caractéristiques antérieures des ventes à découvert de ce titre.
- Services de dépôt et de compensation CDS inc. (CDS) fournit quotidiennement des données à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario sur les transactions échouées réglées au moyen du règlement net continu (RNC) de CDS. L'OCRCVM est en voie d'obtenir l'accès à cette base de données qui lui permettrait d'établir, à l'occasion, les différences entre les transactions échouées et les caractéristiques antérieures de certains titres et participants.
- Selon les modifications qui prennent effet le 1^{er} septembre 2012, les ordres d'achat et de vente passés par des comptes d'arbitrage, des comptes de personnes assujetties aux obligations de négociation établies par un marché et certains comptes qui adoptent une stratégie « neutre sur le plan directionnel » pour la négociation des titres porteront la désignation « ordre dispensé de la mention à découvert ». Cette désignation permettra aux données sur les « ventes à découvert » de mieux refléter les activités des personnes qui adoptent une stratégie de négociation « directionnelle ».

1.7 Obligations d'emprunt préalable

Le paragraphe 2.2 des RUIIM traite des activités qui sont réputées « manipulatrices et trompeuses » et sont interdites pour ces motifs. La saisie d'un ordre de vente d'un titre sans attente raisonnable, au moment de la saisie de l'ordre, de pouvoir régler une transaction découlant de l'exécution de l'ordre contrevient à cette interdiction. Les « ventes à découvert sans livraison », au sens où l'on entend parfois cette expression, ne sont pas autorisées par les RUIIM¹⁹. Le paragraphe 2.2 n'oblige pas le participant ou la personne ayant droit d'accès qui saisit la vente à découvert à « déclarer expressément », avant la saisie de l'ordre, qu'il est en mesure d'emprunter ou d'obtenir autrement les titres nécessaires au règlement de la vente à découvert. Toutefois, 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. Ainsi, pour la négociation d'un titre donné, des participants ou 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 tandis que d'autres participants ou personnes ayant droit d'accès qui sont en mesure d'emprunter le titre pourraient continuer à réaliser des ventes à découvert.

¹⁹ Il n'y a pas de définition universellement acceptée de « vente à découvert sans livraison ». L'usage le plus courant se rapporte à la vente à découvert par le vendeur qui n'a pas pris de dispositions pour emprunter les titres nécessaires au règlement de la transaction qui en découle. D'autres adoptent une interprétation plus restrictive et la définissent comme une vente à découvert dont le vendeur n'a pas emprunté au préalable les titres nécessaires au règlement.



Même lorsque la personne qui saisit un ordre *s'attend raisonnablement* à régler une transaction qui en découle, il peut y avoir des circonstances où elle devra prendre des dispositions pour « emprunter au préalable » les titres qui font l'objet de la vente à découvert. Par exemple, lorsque :

- la personne qui réalise la vente à découvert a antérieurement exécuté des transactions dont le règlement à la date prévue et dans un délai raisonnable après cette date a échoué;
- les taux des échecs de règlement pour un titre donné ont augmenté au-dessus des niveaux antérieurs et que l'augmentation est attribuable aux ventes à découvert.

2. Analyse des modifications

2.1 Abrogation des restrictions sur le cours des ventes à découvert

Les modifications abrogent toutes les restrictions sur le cours auquel une vente à découvert peut être réalisée. Elles vont dans le sens des mesures de la SEC qui, avec effet le 7 juillet 2007, ont abrogé les restrictions sur le cours applicables aux ventes à découvert aux États-Unis, mais elles n'introduisent pas un coupe-circuit pour vente à découvert comme la règle 201 aux États-Unis.

Même si les modifications abrogent les restrictions sur le cours auquel une vente à découvert peut être exécutée, l'obligation de désigner un ordre comme « à découvert » demeure.

2.2 Obligations d'emprunt préalable

Selon les modifications, un participant ou une personne ayant droit d'accès recevra des directives précises sur la nécessité, sous réserve de certaines exceptions, de prendre des dispositions pour l'emprunt préalable de titres avant la saisie d'un ordre qui, au moment de son exécution, constituerait une vente à découvert :

- d'un titre coté en bourse pour le compte d'un client ou d'un non-client²⁰ qui a eu antérieurement une transaction échouée sur une période prolongée visant un titre coté en bourse;
- d'un titre donné par le participant ou la personne ayant droit d'accès agissant à titre de contrepartiste si le participant ou la personne ayant droit d'accès a antérieurement eu une transaction échouée sur une période prolongée à l'égard d'une transaction pour compte propre visant ce titre.

²⁰ Un « non-client » est une personne qui est un associé, un administrateur, un dirigeant ou un employé d'un participant ou d'une entité liée à un participant qui a obtenu l'approbation d'une bourse ou d'une entité d'autoréglementation.



Une transaction échouée sur une période prolongée est une transaction échouée dont il faut aviser l'OCRCVM, conformément au paragraphe 7.10 des RUIM, parce que le défaut n'a pas été corrigé dans les dix jours de bourse après la date de règlement prévue au moment de l'exécution de la transaction échouée.

Si un participant a déjà déposé auprès de l'OCRCVM un relevé d'une transaction échouée sur une période prolongée dans le compte d'un client ou d'un non-client, ce client ou ce non-client ne sera pas en mesure de saisir un ordre, qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert, sans avoir pris des dispositions pour l'emprunt préalable des titres nécessaires au règlement de la transaction qui en découle, à moins que le participant qui doit saisir l'ordre ne soit convaincu, après avoir mené une enquête raisonnable, que la transaction échouée antérieure ne résultait pas d'un acte intentionnel ou négligent du client ou du non-client. L'OCRCVM confirme qu'une « erreur administrative » ou un « retard » (par exemple, 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.

Si un participant ou une personne ayant droit d'accès a déjà déposé auprès de l'OCRCVM un relevé d'une transaction échouée sur une période prolongée visant un titre donné, réalisé pour compte propre, ce participant ou cette personne ayant droit d'accès ne sera pas en mesure de saisir un ordre, qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert, sans avoir pris des dispositions pour l'emprunt préalable des titres nécessaires au règlement de la transaction qui en découle, à moins que l'OCRCVM n'ait consenti à la saisie de l'ordre pour compte propre constituant une vente à découvert du titre. En donnant le consentement, l'OCRCVM pourra examiner avec le participant ou la personne ayant droit d'accès les circonstances entourant la transaction échouée sur une période prolongée antérieure et les motifs pour lesquels le participant ou la personne ayant droit d'accès estime qu'il est improbable que les ventes à découvert futures du titre se soldent par un défaut de règlement.

Selon les modifications, un participant ou une personne ayant droit d'accès qui saisit un ordre, qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert, d'un titre que l'OCRCVM a désigné comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », est tenu, avant de saisir l'ordre sur un marché, de prendre des dispositions pour l'emprunt des titres nécessaires au règlement d'une transaction.

En raison des modifications, chaque participant et chaque personne ayant droit d'accès devra s'assurer d'avoir des politiques et procédures adéquates régissant la saisie des ventes à découvert lorsqu'il a antérieurement exécuté une « transaction échouée sur une période prolongée »²¹ ou lorsque l'OCRCVM a désigné un titre comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable ».

²¹ Avis de l'OCRCVM 11-0080, cité précédemment. Un relevé d'une transaction échouée est exigé depuis le 1^{er} juin 2011 pour les transactions réglées au moyen du RNC de CDS. Un relevé des transactions échouées réglées au moyen des services de règlement



2.3 Abrogation de la désignation d'ordre « à découvert dispensé »

Avant la mise en œuvre des modifications, la désignation d'un ordre « à découvert dispensé » servira à signaler un ordre visant la vente à découvert d'un titre qui n'est pas assujéti au critère relatif à la variation du cours. À compter de l'abrogation du critère relatif à la variation du cours le 1^{er} septembre 2012, il ne sera plus nécessaire d'utiliser cette désignation, et les dispositions sur son utilisation seront également abrogées.

2.4 Adoption de la désignation « dispensé de la mention à découvert »

Les modifications adoptent une nouvelle désignation d'ordre pour signaler qu'un ordre est saisi par un compte qui est dispensé de désigner un ordre comme « à découvert » (c.-à-d. un ordre « dispensé de la mention à découvert »). Aux termes de la disposition, les ordres **d'achat ou de vente** passés par certains comptes seront désignés comme « dispensés de la mention à découvert » au moment de la saisie sur un marché. Plus précisément, les ordres seront désignés comme « dispensés de la mention à découvert » s'ils sont passés par :

- un compte d'arbitrage qui a pour pratique habituelle l'achat et la vente de titres sur différents marchés en vue de tirer parti des écarts de cours;
- le compte d'une personne à qui incombent des obligations de négociation établies par un marché²² à l'égard d'un titre pour lequel cette personne a des obligations;
- un compte client, un compte non-client ou un compte propre :
 - pour lequel la production et la saisie des ordres sont pleinement automatisées,
 - qui, dans le cours normal, ne détient, à la fin de chaque jour de bourse, qu'une position acheteur ou vendeur nominale sur un titre donné;
- 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 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 acheteur ou vendeur nominale sur un titre donné.

Concurremment à la publication du présent avis sur les règles, l'OCRCVM a publié dans le cadre d'un appel à commentaires un projet de note d'orientation révisée sur l'utilisation des désignations d'ordres « vente à découvert » et « dispensé de la mention à découvert ».

individuel de CDS prendra effet à une date ultérieure lorsque l'OCRCVM aura complété la conception et la mise à l'essai du système qui lui permettrait de recevoir l'information directement de CDS.

²² Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 11-0251 - Avis sur les règles – Avis d'approbation – RUIM – 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).



L'OCRCVM a l'intention de publier la version définitive de cette note d'orientation avant la prise d'effet des modifications.²³

2.5 Modifications corrélatives

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

Les modifications obligent un participant ou une personne ayant droit d'accès à prendre des dispositions pour l'emprunt préalable des titres avant de saisir un ordre, qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert, d'un titre que l'OCRCVM a désigné comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable ». Les modifications ajoutent la définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » au paragraphe 1.1 et énoncent, dans un ajout à la Politique 1.1, les facteurs dont l'OCRCVM tiendra compte pour effectuer une telle désignation. Pour décider s'il effectuera une telle désignation, l'OCRCVM devra examiner si :

- selon les renseignements dont il a connaissance, le titre donné a connu une augmentation du nombre, de la valeur ou du volume des transactions échouées de la part de plus d'un participant ou d'une personne ayant droit d'accès;
- le nombre ou les caractéristiques des transactions échouées sont liés à la vente à découvert;
- la désignation aide à préserver le bon fonctionnement d'un marché équitable.

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

L'abrogation des restrictions sur le cours auquel une vente à découvert peut être réalisée a rendu caduc l'alinéa d) de l'article 1 de la Politique 2.2 qui interdit l'achat d'un titre à un cours inférieur au dernier cours vendeur dans le but de réaliser une vente à découvert moyennant ce nouveau cours inférieur. C'est pourquoi cet alinéa est abrogé.

3. Changements apportés aux modifications proposées

Les modifications approuvées diffèrent des modifications proposées à certains égards, dont les suivants :

- des changements ont été apportés à la définition d'« ordre dispensé de la mention à découvert » pour permettre à un compte client, à un compte non-client ou à un compte propre (pas seulement à un compte d'un client institutionnel comme les modifications proposées indiquaient) de se prévaloir de cette désignation et pour simplifier les conditions suivantes :

²³ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 12-0079 - Avis sur les règles – Avis de consultation – RUIM – Note d'orientation proposée sur les désignations d'ordres « vente à découvert » et de « dispensé de la mention à découvert » (2 mars 2012).



- automatiser pleinement la production et la saisie des ordres
- avoir une activité de négociation « non directionnelle » dans le cours normal;
- la définition d'« ordre dispensé de la mention à découvert » a été élargie pour comprendre certains comptes propres de « facilitation » qui sont « non directionnels »;
- les modifications simplifient la faculté d'un participant de décharger un client ou un non-client de la nécessité d'« emprunter au préalable » un titre faisant l'objet d'une vente à découvert, lorsqu'il est convaincu qu'un défaut antérieur ne résulte pas d'un acte intentionnel ou négligent du client ou du non-client (cette simplification a également éliminé la nécessité pour l'OCRCVM de consentir à une telle saisie d'ordre).

4. Résumé de l'effet des modifications

Le texte qui suit résume les effets les plus importants de l'adoption des modifications :

- les participants et les personnes ayant droit d'accès sont déchargés de l'obligation de veiller à ce que les ventes à découvert respectent le « critère relatif à la variation du cours »;
- les marchés qui ont choisi d'appliquer le « critère relatif à la variation du cours », au moyen de leur système, aux participants et aux personnes ayant droit d'accès peuvent supprimer cette fonction de leur système de négociation;
- chaque participant et personne ayant droit d'accès doit s'assurer d'avoir des politiques et procédures qui régissent adéquatement la saisie des ventes à découvert lorsque le titre est désigné comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » ou le participant ou la personne ayant droit d'accès a déjà exécuté une transaction échouée sur une période prolongée;
- les participants et les personnes ayant droit d'accès doivent avoir pris des dispositions pour l'emprunt des titres lorsqu'ils effectuent une vente à découvert :
 - d'un titre désigné comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »,
 - d'un titre coté en bourse pour le compte d'un client ou d'un non-client qui a déjà eu une transaction échouée sur une période prolongée visant un titre coté en bourse,
 - d'un titre par le participant ou la personne ayant droit d'accès faisant fonction de contrepartiste si le participant ou la personne ayant droit d'accès a eu une transaction échouée sur une période prolongée visant ce titre;



- chaque participant doit s'assurer qu'il a des politiques et procédures adéquates pour repérer convenablement un ordre qui devra être désigné comme « vente à découvert » ou comme « dispensé de la mention à découvert »;
- chaque marché doit s'assurer que ses systèmes de négociation traitent convenablement un ordre désigné comme « vente à découvert » ou comme « dispensé de la mention à découvert ».

5. Incidences technologiques et plan de mise en œuvre

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

- leurs systèmes doivent pouvoir distinguer entre un ordre désigné comme « vente à découvert » et un ordre désigné comme « dispensé de la mention à découvert » (car ces désignations sont mutuellement exclusives selon les modifications);
- leurs systèmes doivent pouvoir accepter la désignation d'ordre « dispensé de la mention à découvert » pour les ordres d'achat et les ordres de vente;
- l'application du critère relatif à la variation du cours par leur système doit être désactivée pour un ordre désigné « vente à découvert ».

Les modifications prennent effet le **1^{er} septembre 2012**. L'OCRCVM a tenu des rencontres avec les représentants des marchés et les fournisseurs de services afin de traiter des incidences technologiques des modifications et, plus particulièrement, afin de coordonner l'adoption de la désignation « dispensé de la mention à découvert ».



Annexe A - Libellé des dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées

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

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

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.

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) un compte client, un compte non-client ou un compte propre :
 - (i) pour lequel la production et la saisie des ordres sont pleinement automatisées et
 - (ii) qui, dans le cours normal, ne détient, à la fin de chaque jour de bourse, rien de plus qu'une position acheteur ou vendeur nominale visant un titre donné.
 - (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 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.
2. Le paragraphe 3.1 est supprimé.
 3. Le paragraphe 3.2 est modifié par :



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

(b) la suppression de l'alinéa (2) et l'ajout de la phrase suivante :

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

4. Le paragraphe 6.1 est modifié par l'ajout des alinéas suivants :

(3) Un participant qui fait fonction de mandataire ne doit pas saisir sur un marché un ordre client ou un ordre non-client, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le client ou le non-client a antérieurement exécuté la vente d'un titre coté en bourse qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes 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 ne découlait pas d'un acte intentionnel ou négligent du client ou du non-client.

(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.

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

Les Politiques des Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées comme suit :

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

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

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

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

- a) la suppression de l'alinéa d);



- b) la suppression du point-virgule et son remplacement par l'ajout d'un point final à la fin de l'alinéa c).
3. La Politique 3.1 est abrogée.



Annexe B – 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
<p>1.1 Définitions</p> <p>« 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.</p>	<p>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 ».</p>	<p>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.</p>
<p>1.1 Définitions</p> <p>ordre dispensé de la mention à découvert Ordre d'achat ou de vente d'un titre passé par un compte qui est :</p> <p>a) un compte d'arbitrage;</p> <p>b) le compte d'une personne à qui incombent des obligations de négociation établies par un marché relativement à un titre à l'égard duquel cette personne est tenue à des obligations;</p> <p>c) le un compte d'un client institutionnel à l'égard duquel les conditions suivantes sont réunies, <u>un compte non-client ou un compte propre</u> :</p> <p>(i) <u>pour lequel</u> la production et la saisie des ordres sont pleinement automatisées <u>et</u></p> <p>(ii) dans le cours normal, il procède à l'exécution à la fois d'achats et de ventes d'un titre donné sur un ou plusieurs marchés chaque jour de bourse;</p> <p>(iii) <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.</p> <p><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></p>	<p>CSTA – Soutient la proposition et suggère que la désignation distincte s'applique à toute l'activité de négociation des « participants spécialisés ».</p> <p>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 ».</p> <p>Scotia – Note qu'il n'y a pas de définition</p>	<p>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.</p> <p>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.</p> <p>L'OCRCVM note que dans certains territoires, les NFE ont</p>



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
<p>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.</p>	<p>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.</p>	<p>adopté la pratique de désigner tous les ordres de vente comme « à découvert ».</p> <p>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.</p> <p>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 ».</p>
<p>3.1 Restrictions sur la vente à découvert - abrogées</p>	<p>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.</p>	<p>L'OCRCVM prend acte du soutien à l'abrogation.</p>
	<p>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.</p>	<p>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 équilibré.</p>
	<p>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.</p>	<p>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 ».</p>



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
	<p>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 ».</p>	<p>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.</p>
	<p>MacDonald – Estime que la vente à découvert permet aux grands détenteurs/acheteurs institutionnels d'actions de manipuler les cours du marché.</p>	<p>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.</p>
	<p>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.</p>	<p>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 ».</p>
	<p>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.</p>	<p>L'OCRCVM est d'accord avec ce commentaire.</p>
	<p>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</p>	<p>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</p>



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.
<p>3.2 Interdiction de saisie d'ordres</p> <p>(1) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir un ordre de vente visant un titre sur un marché qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert :</p> <p>a) sauf si l'ordre est désigné comme vente à découvert conformément au point 6.2(1)b)(viii);</p> <p>b) si le titre est un titre inadmissible à une vente à découvert au moment de la saisie de l'ordre.</p> <p>(2) Le sous-alinéa a) de l'alinéa (1) ne s'applique pas à un ordre qui a été désigné comme « ordre dispensé de la mention à découvert » conformément au point 6.2(1)b)(ix).</p> <p>...</p>		



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
<p>6.1 Saisie d'ordres sur un marché</p> <p>...</p> <p>(3) Un participant qui fait fonction de mandataire ne doit pas saisir sur un marché un ordre client ou un ordre non-client, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, si le client ou le non-client a antérieurement exécuté la vente d'un titre coté en bourse qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes du paragraphe 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée :</p> <p>a) le participant a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle;</p> <p>b) le participant est convaincu, après avoir mené une enquête raisonnable, que toute transaction échouée antérieure <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.</p> <p>e) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre.</p>	<p>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.</p>	<p>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.</p>
<p>(4) Un participant qui fait fonction de contrepartiste ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre visant un titre donné qui, s'il était exécuté constituerait une vente à découvert, si le participant ou la personne ayant droit d'accès a antérieurement exécuté une vente de ce titre qui s'est soldée par une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis était tenu d'être donné à l'autorité de contrôle du marché aux termes du paragraphe 7.10 sauf si l'une des conditions suivantes est respectée :</p>	<p>Chi-X – Soutient la décision de l'OCRCVM de ne pas introduire une obligation d'emprunt préalable obligatoire.</p>	<p>Se reporter à la réponse au commentaire de CSTA mentionnée précédemment.</p>
<p>a) le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle;</p> <p>b) l'autorité de contrôle du marché a consenti à la saisie de cet ordre.</p> <p>(5) Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir sur un marché un ordre portant sur un titre visé par l'obligation d'emprunt préalable qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, sauf si le participant ou la personne ayant droit d'accès a pris des dispositions avant la saisie de l'ordre en vue d'emprunter les titres nécessaires afin de régler toute transaction qui en découle.</p>	<p>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.</p>	<p>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 »</p>



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
		<p>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.</p>
	<p>Desjardins – Suggère que l'obligation soit revue, car les études de l'OCRCVM « n'indiquent pas qu'un problème existe à l'heure actuelle ».</p>	<p>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.</p>
	<p>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.</p>	<p>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</p>



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.
	<p>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.</p>	<p>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).</p> <p>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.</p>
	<p>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.</p>	<p>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.</p> <p>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</p>



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 décaissant, ce qui contrevient à la Politique 2.2 des RUIIM.
	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 RUIIM obligent le participant qui saisit un ordre sur un marché à avoir une « attente raisonnable de pouvoir régler une transaction décaissant 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.
<p>6.2 Désignations et identificateurs</p> <p>(1) Chaque ordre saisi sur un marché précise :</p> <p>...</p> <p>b) une désignation que l'autorité de contrôle du marché juge acceptable pour le marché sur lequel l'ordre est saisi si l'ordre, selon le cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> (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
<p>(xvi) est un ordre à l'égard duquel l'autorité de contrôle du marché peut exiger une désignation précise ou particulière à l'occasion.</p>		
<p>Politique 1.1 - Définitions</p> <p>Article 2.1 – Définition de titre visé par un emprunt préalable</p> <p>Aux termes de la définition de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable », l'autorité de contrôle du marché peut désigner un titre, à l'égard duquel un ordre qui 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 :</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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. 		
<p>Politique 2.2. – Activités manipulatrices et trompeuses</p> <p>Article 1 – Manoeuvre, action ou pratique manipulatrice et trompeuse</p> <p>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 :</p> <ol style="list-style-type: none"> a) le fait d'effectuer une transaction fictive; b) le fait d'effectuer une transaction sur un titre qui n'a pas pour effet d'opérer un changement dans le droit de propriété effective ou économique sur ce titre; c) 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
<p>cette ou ces personnes imposent de façon arbitraire.</p> <p>Si des personnes savent ou devraient raisonnablement savoir qu'elles se livrent ou qu'elles participent à ce type d'activités ou à des activités semblables, ces personnes contreviennent à l'alinéa (1) de la règle 2.2, peu importe si cette manoeuvre, action ou pratique crée une apparence fautive ou trompeuse d'activité de négociation, suscite un intérêt à l'égard de l'achat ou de la vente d'un titre ou engendre un cours vendeur, un cours acheteur ou un prix de vente factices visant un titre ou un titre connexe.</p>		
<p>Politique 3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert Article 1 – Saisie des ventes à découvert avant l'ouverture - abrogé</p>		
<p>Politique 3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert Article 2 – Cours des ventes à découvert sur les titres négociés ex-distribution - abrogé</p>		
<p>Questions:</p> <p>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.</p>	<p>Scotia – Est d'accord avec l'abrogation, mais suggère d'autres protections, comme un coupe-circuit.</p>	<p>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).</p> <p>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</p>



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)?	<p>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.</p>	Se reporter à la réponse aux commentaires de Scotia à la Question 1.
	<p>TD – Estime qu'il ne faut conserver aucune restriction sur le cours d'une vente à découvert.</p>	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?	<p>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.</p>	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?	<p>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.</p>	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.
	<p>CIBC – Avance qu'un coupe-circuit « général » serait suffisant.</p>	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.
	<p>Desjardins et Scotia – Estiment qu'aucune mesure n'est nécessaire.</p>	
	<p>ACCVM – S'il n'y a pas de risque réglementaire à abroger le critère relatif à la variation du cours, il</p>	



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
		<p>mêmes titres.</p> <p>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 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.</p>
	<p>TD – Soutient la réutilisation de la désignation.</p>	
	<p>TMX – Préfère l'adoption d'une nouvelle désignation d'ordre.</p>	<p>L'OCRCVM est d'accord avec cette suggestion.</p>
<p>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?</p>	<p>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.</p>	<p>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.</p>
	<p>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.</p>	<p>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 reviennent 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</p>



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.	
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	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).	
	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
	<p>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 ».</p>	<p>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).</p> <p>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.</p>



Annexe C - Initiatives de l'OCRCVM visant les ventes à découvert et les transactions échouées

Le tableau qui suit présente les initiatives prises ou proposées par l'OCRCVM relativement aux ventes à découvert et aux transactions échouées depuis octobre 2008. Les initiatives s'inscrivent dans la stratégie globale de la réglementation sur les ventes à découvert et les transactions échouées de l'OCRCVM et sont regroupées selon les éléments suivants :

- abrogation des restrictions sur le cours des ventes à découvert;
- augmentation des connaissances et de la confiance des investisseurs relativement au rôle de la vente à découvert dans le fonctionnement du marché et les motifs des transactions échouées;
- augmentation de la transparence de l'information sur les ventes à découvert et les transactions échouées;
- surveillance des occasions d'arbitrage réglementaire liées aux ventes à découvert;
- communication des critères d'intervention réglementaire concernant la modification ou l'annulation des transactions en cas de grande volatilité des cours;
- amélioration de la surveillance des ventes à découvert et des transactions échouées;
- imposition des obligations d'emprunt préalables pour les ventes à découvert effectuées dans certaines circonstances.

Initiative	Description sommaire	État d'avancement de l'initiative	Date de mise en oeuvre	
			Initiatives approuvées	Initiatives proposées ou en cours
Abrogation des restrictions sur le cours des ventes à découvert				
Abrogation des restrictions sur le cours des ventes à découvert	Abroger l'interdiction d'effectuer une vente à découvert à un prix moindre que le dernier cours vendeur du titre (le « critère relatif à la variation du cours »).	Approuvée		1 ^{er} septembre 2012
Suppression de l'obligation de désigner d'ordre comme « à découvert dispensé »	Éliminer la possibilité de désigner une vente à découvert comme « dispensée » du critère relatif à la variation du cours.	Approuvée		1 ^{er} septembre 2012
Augmentation de la confiance des investisseurs				
Augmenter les connaissances des investisseurs relativement au rôle de la vente à découvert	Fournir de l'information au moyen de l'outil de formation en ligne pour les investisseurs de l'OCRCVM (« Guide de négociation sur les marchés boursiers : Initiation aux mécanismes et aux règles de négociation ») concernant le rôle de la vente à découvert. Traiter de la vente à découvert au « forum pour les investisseurs » avec le lancement de l'outil de formation en ligne.	Terminée	Mai 2011	
Publication des études empiriques	Publication des avis <i>Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées (pour la période allant du 1^{er} mai 2007 au 30 avril</i>	Terminée	25 février 2011 (Études publiées en tant	



Initiative	Description sommaire	État d'avancement de l'initiative	Date de mise en oeuvre	
			Initiatives approuvées	Initiatives proposées ou en cours
	2010) et Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX (pour la période allant du 1 ^{er} mai 2007 au 30 avril 2010)		qu'Avis de l'OCRCVM 11-0077 et 11-0078)	
Mise à jour des études empiriques	Préparer et publier des mises à jour des études empiriques pour déterminer les effets, le cas échéant, des modifications et des autres initiatives sur les tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées.	Étape de planification		Environ un an après la mise en oeuvre des modifications
Publier une étude sur les effets des coupe-circuits pour vente à découvert	Publication de l'avis <i>Effets des coupe-circuits pour vente à découvert aux États-Unis sur la négociation de titres intercotés au Canada</i> .	Terminée	2 mars 2012 (publié en tant qu'Avis de l'OCRCVM 12-0xxx)	
Transparence				
Diffusion par les marchés de résumés quotidiens sur l'activité des ventes à découvert	Encourager les marchés à préparer et à diffuser en collaboration des résumés quotidiens sur l'activité des ventes à découvert.	Rencontres avec les représentants des marchés		Certains marchés ont envisagé la possibilité de diffuser ces renseignements, mais aucun plan définitif n'est prévu à cet égard
Diffusion bimensuelle par l'OCRCVM de résumés sur les transactions de ventes à découvert	L'OCRCVM produira et diffusera deux fois par mois (ce qui correspond au calendrier des relevés consolidés des positions à découvert) des renseignements consolidés sur l'activité des ventes à découvert de chaque titre en fonction de la négociation sur chaque marché.	Étape de planification		Après l'adoption de la désignation « dispensé de la mention à découvert »
Maintien du relevé bimensuel des positions à découvert	Retrait de la proposition visant à abroger l'obligation de chaque participant de préparer des relevés des positions à découvert.	Retirée	25 février 2011	
Augmentation de la transparence de l'information sur les ventes à découvert et les transactions échouées	De concert avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, solliciter l'avis du public sur la possibilité d'accroître la transparence de l'information sur les ventes à découvert et les transactions échouées.	Diffusion d'un avis de consultation le 2 mars 2012 (avis 12-0*** de l'OCRCVM)		Publication des commentaires reçus et des propositions particulières
Surveillance des occasions d'arbitrage réglementaire				
Titre inadmissible à la vente à découvert	Prévoir que l'OCRCVM, avec l'accord des autorités en valeurs mobilières compétentes, puisse pour un certain temps désigner un titre comme inadmissible à la vente à découvert.	Approuvée (15 octobre 2008)	15 octobre 2008	
Surveillance des ventes à découvert de titres intercotés assujettis à une restriction sur le cours aux États-Unis	Une règle, adoptée et mise en oeuvre le 28 février 2011 par la Securities and Exchange Commission, prévoit que si le cours d'un titre baisse de 10 % par rapport à la clôture précédente du marché où il est coté, alors toute vente à découvert saisie le reste de ce jour de bourse et le jour de bourse suivant doit l'être à un cours se situant un échelon au-dessus du meilleur cours acheteur au moment de la saisie. Le système de surveillance de l'OCRCVM surveillera le déclenchement d'un coupe-circuit pour vente	En cours	Depuis le 28 février 2011	



Initiative	Description sommaire	État d'avancement de l'initiative	Date de mise en oeuvre	
			Initiatives approuvées	Initiatives proposées ou en cours
	à découvert relatif aux titres intercotés et son effet sur les ventes à découvert des marchés canadiens.			
Communication des critères d'intervention réglementaire				
Orientation sur la mise en œuvre d'un coupe-circuit pour titre individuel	L'OCRCVM a publié une orientation concernant son droit d'imposer une interruption réglementaire dans le cas où le cours d'un titre faisant partie de l'Indice composé S&P/TSX ou d'un fonds négocié en bourse principalement composé de titres cotés à une bourse subira, pendant une période de cinq minutes, une fluctuation importante (d'au moins 10%) et inexplicite.	Terminée (Orientation publiée en tant qu'Avis de l'OCRCVM 12-0040)	2 février 2012	
Projet de note d'orientation sur une intervention réglementaire visant la modification ou l'annulation des transactions	L'OCRCVM a publié un projet de note d'orientation concernant son droit de modifier ou d'annuler des transactions « déraisonnables » et d'autres transactions qui ne respectent pas les RUIM.	Publication de l'appel à commentaires		Après l'examen des commentaires du public
Amélioration de la surveillance				
Relevé d'une « transaction échouée sur une période prolongée »	Obligation de fournir un relevé en ligne à l'OCRCVM lorsqu'une transaction échouée persiste 10 jours ou plus.	Approuvée (15 octobre 2008)	1 ^{er} juin 2011 (pour les transactions autres que celles réglées au moyen desservies de règlement individuel de CDS).	
Relevé de transaction modifiée ou annulée	Obligation de fournir un relevé à l'OCRCVM si une transaction est modifiée (pour ce qui est du prix, du volume ou de la date de règlement) ou annulée après l'exécution en dehors des procédures du marché sur lequel la transaction a été exécutée ou de la chambre de compensation.	Approuvée (15 octobre 2008)	1 ^{er} juin 2011	
Précision des obligations pour être considéré comme propriétaire des titres	Préciser qu'une personne est considérée comme propriétaire des titres en raison d'une conversion, d'un échange ou d'un exercice, seulement si elle les a intégralement payés et si tous les formulaires, avis et, le cas échéant, les attestations ont été déposés.	Approuvée (15 octobre 2008)	15 octobre 2008	
Mettre en place l'alerte pour les ventes à découvert et les fluctuations des cours	Mettre en place une nouvelle alerte pour le système de surveillance qui surveillera spécifiquement les pratiques de ventes à découvert associées aux baisses des cours.	Terminée	Pleinement opérationnel au premier trimestre de 2011	
Base de données des transactions échouées quotidiennes	Collaborer avec CDS et la CVMO à la conception d'une base de données répertoriant les transactions échouées quotidiennes.	Étape de planification		Après l'examen des commentaires du public
Adopter la désignation « dispensé de la mention à découvert »	Prévoir que certains comptes (les comptes d'arbitrage, de teneurs de marché et institutionnels qui n'adoptent pas une position « directionnelle » pour des titres en	Approuvée		1 ^{er} septembre 2012



Initiative	Description sommaire	État d'avancement de l'initiative	Date de mise en oeuvre	
			Initiatives approuvées	Initiatives proposées ou en cours
	particulier) sont dispensés de la désignation « vente à découvert ».			
Obligations d'emprunt préalables dans certaines circonstances				
Client ou non-client qui a eu une « transaction échouée sur une période prolongée »	Obliger un client ou un non-client à emprunter au préalable les titres faisant l'objet d'une vente à découvert s'il a antérieurement eu une « transaction échouée sur une période prolongée » (et que le participant n'est pas convaincu que la transaction échouée était uniquement attribuable à une erreur administrative).	Approuvée		1 ^{er} septembre 2012
Participant qui a eu une « transaction échouée sur une période prolongée »	Obliger un participant à emprunter au préalable les titres faisant l'objet d'une vente à découvert s'il a antérieurement eu une « transaction échouée sur une période prolongée » visant ce titre (si l'OCRCVM n'a pas consenti à la saisie de l'ordre).	Approuvée		1 ^{er} septembre 2012
Désignation de « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable »	Prévoir qu'une personne devra prendre des dispositions pour l'emprunt préalable du titre faisant l'objet d'une vente à découvert si l'OCRCVM a désigné ce titre comme « titre visé par l'obligation d'emprunt préalable » en raison des taux de vente à découvert et des transactions échouées sur ce titre.	Approuvée		1 ^{er} septembre 2012