

AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles Note technique

RUIM

Destinataires à l'interne :
Affaires juridiques et conformité
Négociation

Personnes-ressources :

Victoria Pinnington
Vice-présidente à l'examen et à l'analyse des
opérations

Téléphone : 416 646-7231

Télécopieur : 416 646-7261

Courriel : vpinnington@iiroc.ca

Kevin McCoy
Directeur de l'analytique, Examen et analyse des
opérations

Téléphone : 416 943.4659

Télécopieur : 416 646.7261

Courriel : kmccoy@iiroc.ca

12-0077
Le 2 mars 2012

Effets des coupe-circuits pour vente à découvert aux États-Unis sur la négociation de titres intercotés au Canada

Récapitulatif

L'OCRCVM a préparé une étude des effets, sur la négociation de titres intercotés au Canada, du déclenchement d'un coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis¹ (l'étude). On

¹ La règle appelée *Rule 201* prise en application du règlement *Regulation SHO* est entrée en vigueur le 28 février 2011. Cette règle interdit les ventes à découvert de titres de capitaux propres inscrits à la cote d'une bourse nationale aux États-Unis à un cours qui est inférieur ou égal au meilleur cours acheteur national actuel si le cours du titre baisse, au cours d'une séance boursière, de 10 % ou plus par rapport au cours de clôture du jour précédent (ce qui déclenche le « coupe-circuit pour vente à découvert »). Cette restriction applicable au cours d'une vente à découvert demeure en vigueur pour le reste de la journée et le jour de bourse suivant. La règle exige des centres de négociation qu'ils élaborent, conservent et mettent en application des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues afin d'empêcher l'exécution ou l'affichage d'une vente à découvert interdite. Voir les publications SEC Release 34-61595 – *Regulation SHO* (26 février 2010) et SEC Release 34-63247 – *Regulation SHO* (4 novembre 2010).



peut consulter l'étude sur le site Web de l'OCRCVM (www.iiroc.ca) sous la rubrique « Salle des nouvelles » et la sous-rubrique « Publications » ou en suivant le lien ci-après :

<http://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=EE79AC5D47C34B8E90A9980AE3F857C5&Language=fr>

L'étude suggère que, dans l'ensemble, il y a eu un impact minime sur l'activité de vente à découvert visant des titres intercotés sur les marchés au Canada lorsque les restrictions applicables au cours des ventes à découvert étaient en vigueur à la suite du déclenchement d'un coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis (une période de restrictions applicable aux cours aux États-Unis). Pendant la période visée par l'étude, les RUIM renfermaient un « critère de fluctuation minimale du cours » qui interdisait l'exécution d'une vente à découvert d'un titre à un cours inférieur au dernier cours vendeur de ce titre. Cependant, les titres intercotés étaient dispensés de l'application du critère de fluctuation minimale du cours. Ainsi, les ventes à découvert de titres intercotés visées par le déclenchement d'un coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis étaient assujetties à des restrictions applicables aux cours aux États-Unis mais non au Canada.

Aperçu des conclusions

L'étude a examiné, entre le 28 février 2011 et le 29 avril 2011, les 112 déclenchements de coupe-circuits pour vente à découvert aux États-Unis à l'égard d'un titre intercoté et a comparé les tendances de l'activité de vente à découvert sur les marchés canadiens immédiatement avant, pendant et après le déclenchement du coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis.

En fonction de ces événements, l'étude a fait les constats suivants :

- Le pourcentage des ventes à découvert par rapport au volume total de la négociation sur les marchés canadiens pendant la période de restrictions applicable aux cours aux États-Unis se situait dans la fourchette observée avant et après la restriction applicable aux cours aux États-Unis.
- Des 112 événements, 50 (44,6 %) ont affiché des niveaux accrus de ventes à découvert sur les marchés canadiens pendant la période de restrictions applicable aux cours aux États-Unis, comparativement aux cinq jours *avant* le déclenchement du coupe-circuit pour vente à découvert, tandis que 62 (55,4 %) ont affiché des niveaux de ventes à découvert à la baisse. Une tendance semblable a été constatée lors de la comparaison du nombre de ventes à découvert pendant la période de restrictions applicable aux cours aux États-Unis avec leur nombre dans les cinq jours *suivant* l'expiration de la période de restrictions applicable aux cours aux États-Unis.



- Il y a eu 22 événements (19,6 %) où les ventes à découvert au Canada ont augmenté de plus de 10 % par rapport au total des opérations. Dans la majorité de ces cas, les ventes à découvert étaient attribuées aux activités de négociation de quelques entités de négociation. Un examen supplémentaire a démontré que cette activité de négociation était représentative de leurs tendances de négociation normales lorsque les restrictions applicables aux cours de ventes à découvert n'étaient pas en vigueur (et, ainsi, il ne semblait pas s'agir d'une réorientation délibérée des opérations qui auraient normalement eu lieu exclusivement sur un marché américain).
- 83 % des coupe-circuits pour vente à découvert ont été déclenchés à la suite de la publication de nouvelles importantes (53 % étant déclenchés à l'annonce de nouvelles se rapportant à un secteur industriel donné ou au marché général et 30 % étant déclenchés à la publication de nouvelles se rapportant expressément à l'émetteur du titre).

L'OCRCVM en conclut qu'il n'y a aucune preuve de l'existence d'une migration systémique vers les marchés canadiens de l'activité de vente à découvert visant des titres intercotés lorsque des coupe-circuits pour vente à découvert sont en vigueur aux États-Unis.

Autres études empiriques menées par l'OCRCVM

L'étude accompagne d'autres études réalisées par l'OCRCVM sur les ventes à découvert et les transactions échouées, notamment :

- une étude du lien entre la fluctuation des cours et l'activité de vente à découvert à l'égard de titres inscrits à la Bourse de croissance TSX pendant la période du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010. Cette étude a constaté que les cours et le volume de l'activité de vente à découvert avaient tendance à agir en tandem et que, pendant les périodes des baisses les plus importantes des cours, les « ventes à découvert » sur le marché visaient l'achat de titres pour couvrir leurs positions et ainsi fournir un soutien des cours;²
- une étude des tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées qui portait sur la période de trois ans du 1^{er} mai 2007 au 30 avril 2010. Cette étude a constaté que le nombre de ventes à découvert était relativement constant tout au long de la période et que le nombre de transactions échouées a, en général, baissé au cours de la période (l'étude sur les tendances);³

² Consulter l'avis de l'OCRCVM 11-0077 – Avis sur les règles – Modification de forme – *Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX* (25 février 2011).

³ Consulter l'avis de l'OCRCVM 11-0078 – Avis sur les règles – Modification de forme – *Tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (25 février 2011).



- une étude antérieure des tendances relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées qui portait sur la période du 1^{er} mai 2007 au 30 septembre 2008 et qui, en général, a cerné des tendances compatibles avec celles qui ont été observées dans l'étude sur les tendances;⁴
- une analyse de l'impact de l'interdiction des ventes à découvert sur les titres de certains émetteurs du secteur financier inscrits à la Bourse de Toronto et qui étaient également inscrits à la cote d'une bourse aux États-Unis, interdiction qui était en vigueur entre le 22 septembre 2008 et le 8 octobre 2008. Cette analyse a constaté que l'interdiction avait eu un impact important sur la qualité du marché en réduisant les liquidités et en augmentant les « écarts » tout en n'ayant aucun effet sur la volatilité des cours;⁵
- une étude des transactions échouées réalisée par Services de réglementation du marché inc. en 2006 et dont une des constatations a été qu'une vente à découvert avait une moins grande probabilité d'échouer que les transactions en règle générale et que la principale raison pour laquelle les transactions avaient échoué relevait de l'erreur administrative.⁶

Collectivement, les résultats de l'étude et des autres études empiriques indiquent que le marché canadien n'a pas connu les problèmes avec les ventes à découvert, en particulier les ventes à découvert non couvertes, et avec les transactions échouées qu'ont éprouvés d'autres territoires.

⁴ Consulter 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).

⁵ Consulter l'avis de l'OCRCVM 09-0038 – Avis administratif – Généralités – *Incidence de l'interdiction de vente à découvert de titres intracotés d'émetteurs du secteur financier* (9 février 2009).

⁶ Pour un exposé plus détaillé de l'étude sur les transactions échouées et ses résultats, consulter l'avis relatif à la politique du marché 2007-003 – Généralités – *Résultats de l'Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens* (13 avril 2007).