



Examen de la négociation sur les marchés canadiens des capitaux propres de titres intercotés visés par le coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis

Examen et analyse des opérations
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
Bureau 900
145, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 1J8



Examen de la négociation sur les marchés canadiens des capitaux propres de titres intercotés visés par le coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis

Période d'étude du 28 février 2011 au 29 avril 2011

Complément d'information :

Prière d'adresser toute question ou tout commentaire concernant cette étude aux personnes suivantes :

Victoria Pinnington
Vice-présidente à l'examen et à l'analyse des opérations
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
Bureau 2000
121, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3T9
Téléphone : 416 646-7231
Télécopieur : 416 646-7261
Courriel : vpinnington@iiroc.ca

Kevin McCoy,
Directeur de l'analytique
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
Bureau 2000
121, rue King Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3T9
Téléphone : 416 943-4659
Télécopieur : 416 646-7265
Courriel : kmccoy@iiroc.ca



PÉRIODE D'ÉTUDE DU 28 FÉVRIER 2011 AU 29 AVRIL 2011

TABLE DES MATIÈRES

Table des matières

| | | |
|-------------|---|--------------|
| I. | Sommaire..... | I-1 |
| II. | Introduction..... | II-3 |
| III. | Méthodologie..... | III-4 |
| IV. | Analyse des cas de déclenchement d'un CCVD | IV-5 |
| 1. | Aperçu des cas de déclenchement d'un CCVD | IV-5 |
| 2. | La volatilité et les seuils de déclenchement d'un CCVD | IV-7 |
| 3. | Impact global sur les ventes à découvert des cas de déclenchement d'un CCVD | IV-8 |
| 4. | Seuils de déclenchement d'un CCVD – Analyse des nouvelles..... | IV-10 |
| 5. | Sélection de cas de déclenchement d'un CCVD individuels pour examen supplémentaire | IV-10 |
| 6. | Analyse des opérations visées par les cas de déclenchement d'un CCVD individuels..... | IV-15 |
| V. | Conclusion | V-22 |



Examen de la négociation sur les marchés canadiens des capitaux propres de titres intercotés visés par le coupe-circuit pour vente à découvert aux États-Unis

PÉRIODE D'ÉTUDE DU 28 FÉVRIER 2011 AU 29 AVRIL 2011

I. Sommaire

En mars 2011, le personnel de la Réglementation du marché de l'OCRCVM a amorcé un projet pour surveiller et examiner l'activité de vente à découvert sur les marchés canadiens visant des titres intercotés à l'égard desquels un coupe-circuit pour vente à découvert (CCVD) avait été déclenché aux États-Unis pendant la période du 28 février 2011 au 29 avril 2011 (la période d'examen). Le projet avait pour objet d'établir si l'activité de vente à découvert, qui aurait normalement eu lieu exclusivement sur un marché américain, était systématiquement réacheminée vers les marchés canadiens.

Le projet a comparé les tendances de l'activité de vente à découvert immédiatement avant, pendant et après le déclenchement du CCVD pour les titres individuels. Pendant la période d'examen, 112 CCVD visant un titre intercoté canadien ont été déclenchés.

Lorsque les données sur les 112 cas de déclenchement d'un CCVD ont été regroupées, nous avons constaté que, pour les titres visés par ces cas, le pourcentage des ventes à découvert par rapport au volume total de la négociation pendant la durée des coupe-circuits se situait dans la fourchette observée avant et après la période pendant laquelle les coupe-circuits étaient en vigueur.

Lorsque chacun des 112 cas de déclenchement d'un CCVD a été examiné individuellement :



- par comparaison avec les cinq jours *précédents*, 50 cas (44,6 %) affichaient un nombre accru de ventes à découvert pendant la période de deux jours durant laquelle le coupe-circuit était en vigueur; 62 cas (55,4 %) affichaient un nombre inférieur de ventes à découvert,
- par comparaison avec les cinq jours *suivants*, 52 cas (46,4 %) affichaient un nombre accru de ventes à découvert au cours de la période de deux jours durant laquelle le coupe-circuit était en vigueur; 60 cas (53,6 %) affichaient un nombre inférieur de ventes à découvert.

Nous avons relevé un total de 22 cas de déclenchement d'un CCVD, où les ventes à découvert, lorsqu'elles ont été comparées à celles de la période antérieure au déclenchement du CCVD, ont augmenté de plus de 10 % en pourcentage du total des opérations. Nous avons examiné en détail 13 de ces cas de déclenchement d'un CCVD, qui avaient affiché la hausse la plus importante de ventes à découvert. Il a été constaté que, dans la majorité des cas, la hausse des ventes à découvert, en pourcentage global non pondéré, était attribuable aux activités de négociation de quelques entités de négociation. Même si certaines des entités de négociation ont affiché un nombre élevé de ventes à découvert pendant les périodes où le coupe-circuit était en vigueur, l'activité de négociation correspondait à leurs tendances normales de négociation en l'absence de restrictions applicables au CCVD. Il ne semblait pas y avoir de réacheminement délibéré d'opérations qui auraient normalement eu lieu exclusivement sur un marché américain.

En fonction de l'analyse du nombre global de ventes à découvert et d'une analyse approfondie des 13 cas de déclenchement d'un CCVD qui ont affiché la hausse la plus importante de ventes à découvert, l'OCRCVM n'estime pas que, lorsque des CCVD étaient en vigueur aux États-Unis, une migration systématique vers les marchés canadiens de l'activité de vente à découvert visant des titres intercotés a été démontrée.



II. Introduction

Le CCVD faisait partie d'un certain nombre de modifications apportées au *Regulation SHO* approuvé par la SEC. Ces modifications ont été mises en vigueur le 28 avril 2011 par la règle *Rule 201*. Cette règle prévoit qu'un coupe-circuit est déclenché si le cours d'un titre baisse d'au moins 10 % par rapport au cours de clôture sur le marché principal sur lequel il est inscrit le jour de bourse précédent. Toute vente à découvert exécutée pendant le reste de ce jour de bourse et le jour de bourse suivant doit être saisie à un cours d'au moins un échelon de cotation supérieur au meilleur cours acheteur national en vigueur.

Des inquiétudes ont été exprimées selon lesquelles le déclenchement d'un CCVD visant un titre intercoté pourrait entraîner une migration de l'activité de vente à découvert vers les marchés canadiens qui n'ont pas de restriction applicable aux cours de ventes à découvert visant des titres intercotés. Le présent examen a été mené pour établir si une hausse importante de l'activité des ventes à découvert au Canada s'est produite lorsqu'un CCVD avait été invoqué aux États-Unis. L'examen cherchait aussi à établir si une hausse pouvait avoir été causée par une migration du flux d'ordres de vente à découvert provenant des marchés américains.

Le présent projet a examiné l'activité de vente à découvert visant des titres intercotés sur les marchés canadiens à l'égard desquels un CCVD a été invoqué pendant la période du 28 février 2011 au 29 avril 2011 (la période d'examen). L'examen a comparé les tendances de l'activité de vente à découvert immédiatement avant, pendant et après le déclenchement du CCVD.



III. Méthodologie

Pour les besoins de l'étude, un titre « intercoté » est un titre qui est inscrit à la fois à la cote d'un marché canadien des capitaux propres et d'un marché américain des capitaux propres reconnu¹.

Les alertes provenant des États-Unis signalant le déclenchement d'un CCVD ont été surveillées et celles visant les titres intercotés ont été relevées. Pour chaque alerte visant un titre intercoté, le volume de ventes à découvert en pourcentage du volume total a été examiné sur une période de 12 jours ouvrables répartie en trois sous-périodes distinctes, notamment :

- les cinq jours ouvrables avant le déclenchement du CCVD (la période avant le coupe-circuit);
- la période restreinte de deux jours pendant laquelle le CCVD était en vigueur (la période du coupe-circuit);
- les cinq jours ouvrables après le déclenchement du CCVD (la période après le coupe-circuit).

Pendant la période d'examen, nous avons relevé un total de 112 CCVD, où le titre pertinent était intercoté sur une bourse canadienne. Les titres qui affichaient une hausse de l'activité de vente en découvert en pourcentage du total des opérations d'au moins 10 % entre la période avant le coupe-circuit et la période du coupe-circuit ont

¹ La définition de l'expression « marché américain des capitaux propres reconnu » qui est employée ici est celle qui correspond à la définition de l'expression « marché organisé réglementé étranger » au paragraphe 1.1 des RUIM.



été sélectionnés² aux fins d'un examen supplémentaire plus poussé. Un total de 22 des 112 coupe-circuits respectait les critères de l'examen supplémentaire.

L'examen plus poussé comportait l'analyse des opérations au cours des trois sous-périodes, une analyse des opérations selon les entités de négociation qui effectuaient des ventes à découvert pendant la période du coupe-circuit et aux alentours de celle-ci et un examen des cas pertinents qui pouvaient avoir eu un impact sur le cours des titres, par exemple les nouvelles annoncées par les sociétés, les cas à l'échelle mondiale ou les tendances globales du marché. Au besoin, l'activité de négociation qui a eu lieu le jour du déclenchement a été répartie en deux groupes, l'un avant le déclenchement et l'autre après le déclenchement, pour faire la distinction entre les opérations qui ont eu lieu pendant que la restriction s'appliquait et celles qui ont été effectuées pendant qu'elle ne s'appliquait pas.³ Ceci a favorisé une analyse plus détaillée de l'effet réel que le CCVD a eu sur l'activité de vente à découvert. Au besoin, l'identité de l'entité se livrant à l'activité de vente à découvert a été précisée davantage pour déterminer qu'il s'agissait bien d'un client établi aux États-Unis.

IV. Analyse des cas de déclenchement d'un CCVD

1. Aperçu des cas de déclenchement d'un CCVD

Pendant la période d'examen, un total de 112 cas de déclenchement d'un CCVD visant un titre intercoté au Canada a été repéré. Le résumé qui suit précise le marché sur

² Le pourcentage de 10 % n'est pas statistiquement significatif et a été utilisé uniquement comme mode de sélection d'un échantillonnage pertinent aux fins de l'examen supplémentaire. La variation en pourcentage était propre au titre donné et se rapportait à l'activité d'un jour à l'autre sans tenir compte des fluctuations générales sur le marché, de la volatilité ou d'un autre événement touchant le marché.

³ Les dispositions de la *Rule 201* prévoient que le déclenchement d'un CCVD peut se produire à tout moment au cours du jour de bourse. Par conséquent, les restrictions ne s'appliquent qu'à la partie du jour de bourse qui suit le déclenchement.



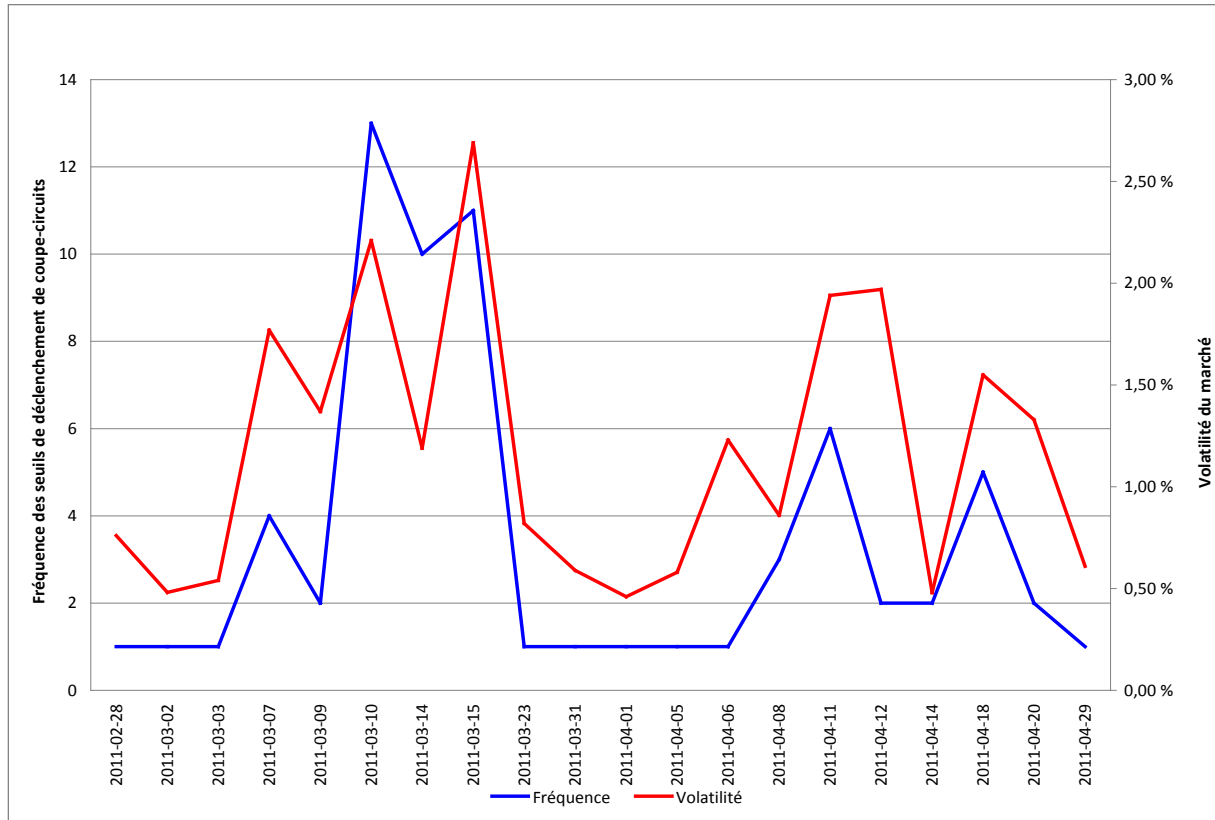
lequel était inscrit le titre, la fréquence et le moment des déclenchements du coupe-circuit :

| | Bourse de Toronto | Bourse de croissance TSX | Total |
|---|------------------------------|---|--------------|
| Alertes signalant un CCVD | 102 | 10 | 112 |
| Nombre de titres | 51 | 4 | 55 |
| Titres déclenchant... | | | |
| Un CCVD | 22 | 1 | 23 |
| Deux CCVD | 16 | 1 | 17 |
| Trois CCVD | 7 | 1 | 8 |
| Quatre CCVD | 3 | 1 | 4 |
| Cinq CCVD | 3 | 0 | 3 |
| Heure de déclenchement du CCVD | | | |
| 9 h 30 à 10 h 00 | 48 | 3 | 51 |
| 10 h 01 à 12 h 00 | 28 | 3 | 31 |
| 12 h 01 à 17 h 00 | 26 | 4 | 30 |



2. La volatilité et les seuils de déclenchement d'un CCVD

Graphique 1



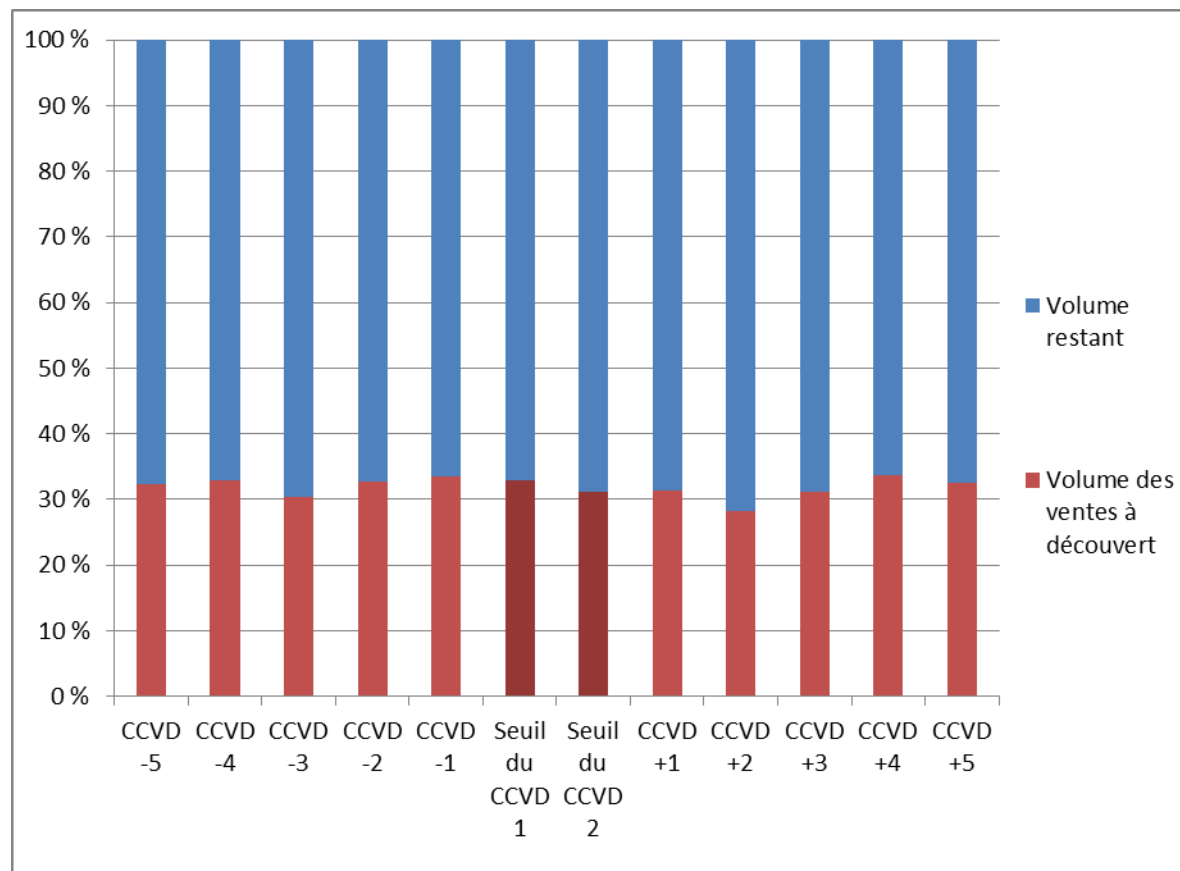
Le graphique 1 fait état du lien entre la fréquence de déclenchement de coupe-circuits aux États-Unis et la volatilité du marché en général. Il démontre que, pour la plupart, la fréquence des déclenchements est parallèle à la volatilité du marché.⁴

⁴ La volatilité du marché a été mesurée en utilisant les cours haut et bas quotidiens de l'indice composé S&P/TSX.



3. Impact global sur les ventes à découvert des cas de déclenchement d'un CCVD

Graphique 2

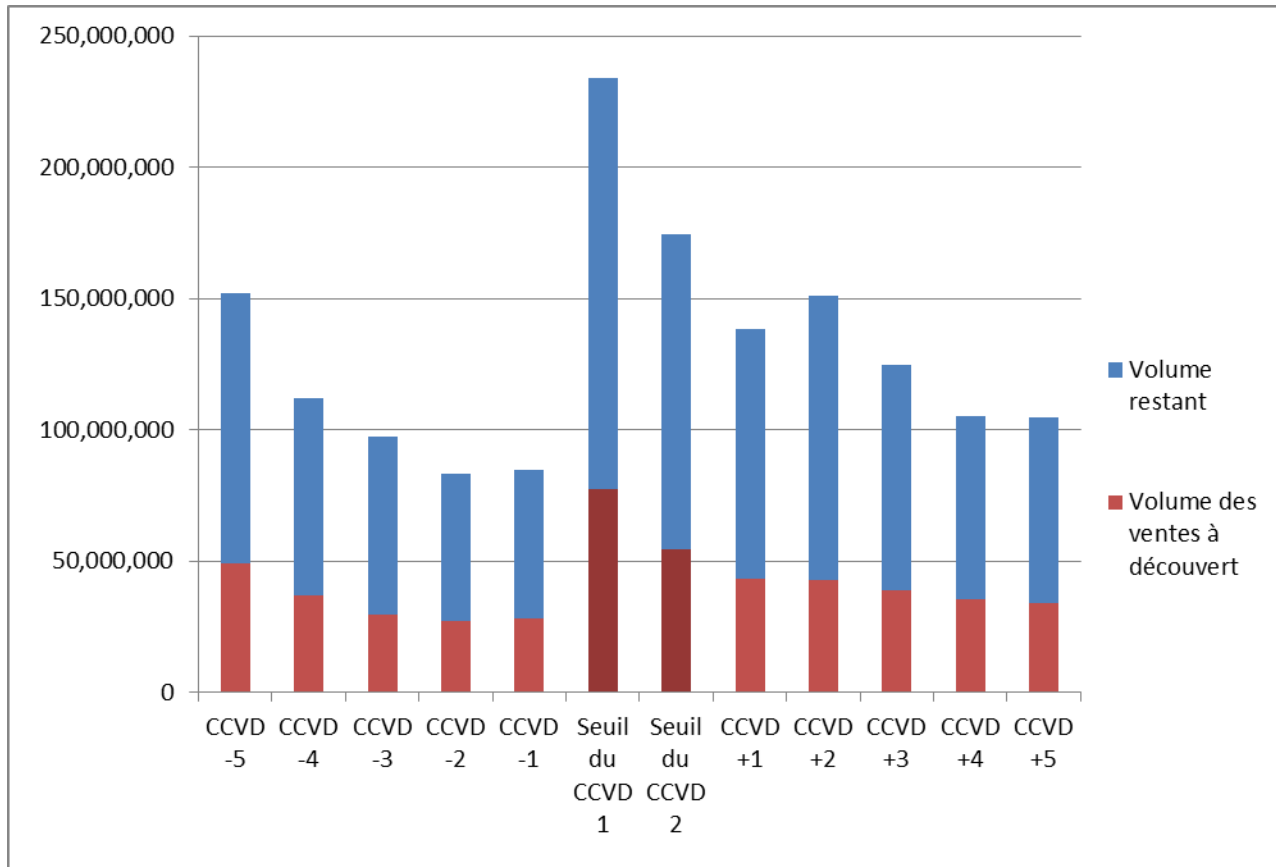


Les graphiques 2 et 3 illustrent l'impact général sur le marché que les cas de déclenchement des CCVD ont eu sur l'activité des ventes à découvert sur les marchés canadiens. Dans le graphique 2, le pourcentage des ventes à découvert par rapport au volume total des opérations est indiqué pour chaque jour pendant les trois périodes. L'ensemble des 112 cas de déclenchement d'un CCVD est inclus et, lorsque les cas se chevauchaient par rapport au même titre, chaque cas a été constaté distinctement. Ce graphique nous indique que, dans l'ensemble, le niveau de ventes à découvert pendant la période du coupe-circuit (indiqué par une couleur légèrement plus foncée)



correspondait au nombre de ventes à découvert pendant les périodes avant et après le coupe-circuit.

Graphique 3

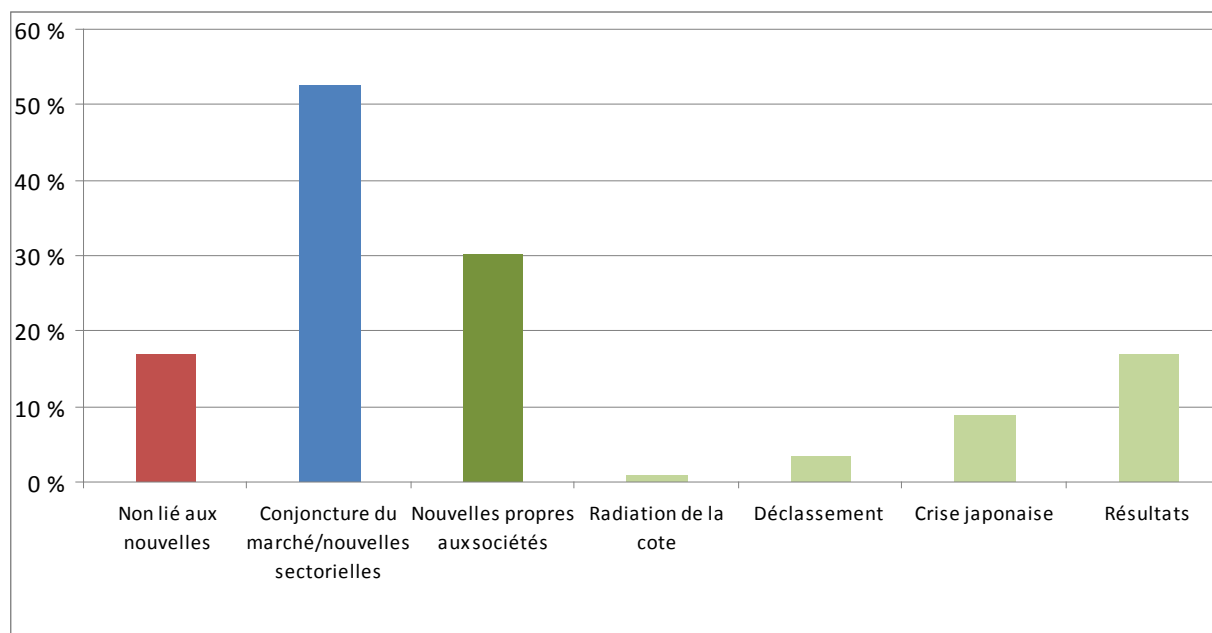


Dans le graphique 3, le volume des ventes à découvert par rapport au volume total des opérations est indiqué pour chaque jour. Ce graphique permet de constater une hausse importante du volume total de négociation le premier jour de la période du coupe-circuit. Il y a lieu d'observer que le premier jour de la période du coupe-circuit comprend les opérations au cours de la même séance boursière avant et après le déclenchement du CCVD. Le volume de négociation indique une baisse généralisée au cours des journées suivant la période du coupe-circuit.



4. Seuils de déclenchement d'un CCVD – Analyse des nouvelles

Graphique 4



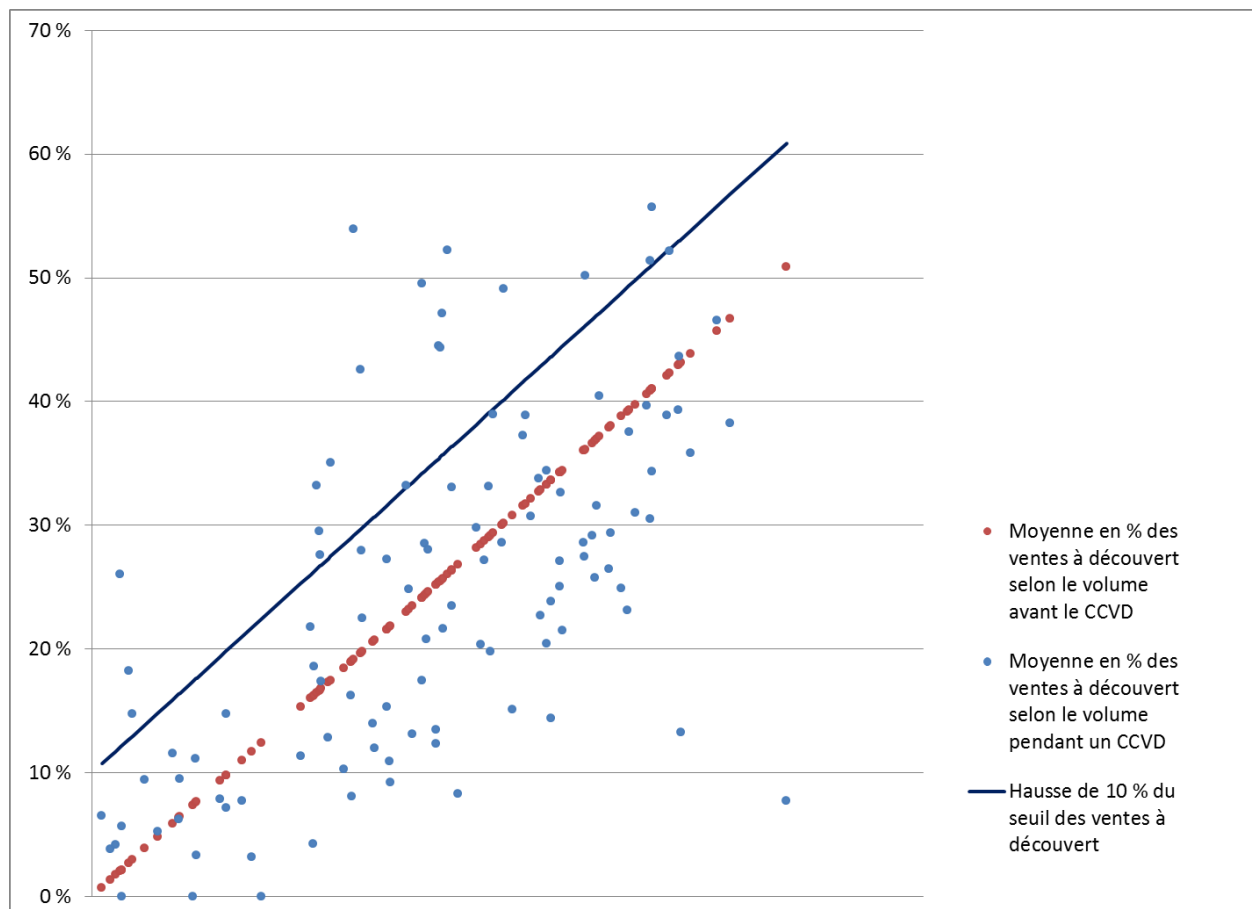
Le graphique 4 indique que 83 % des CCVD ont été déclenchés lorsque des nouvelles ont été annoncées. Dans 53 % des cas (barre bleue), les nouvelles portaient sur la conjoncture générale du marché ou étaient propres à un secteur. Dans 30 % des cas (barre vert foncé), les nouvelles se rapportaient directement au titre donné. Les nouvelles propres aux sociétés ont été ventilées par type de nouvelle (barres vert clair).

5. Sélection de cas de déclenchement d'un CCVD individuels pour examen supplémentaire

Parmi les 112 seuils de déclenchement du CCVD, 21 (ou 18,75 %) titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto et 1 (soit 0,89 %) titre inscrit à la cote de la Bourse de croissance TSX ont connu une hausse en pourcentage du volume des ventes à découvert supérieure à 10 % pendant la période du coupe-circuit comparativement à la période avant le coupe-circuit.



Graphique 5



Le graphique 5 illustre les critères de sélection. Les points rouges représentent le volume moyen de ventes à découvert en pourcentage du volume total des opérations pendant la période de cinq jours avant le coupe-circuit pour chaque cas de déclenchement d'un CCVD. Un point bleu correspondant soit directement au-dessus, soit directement au-dessous du point rouge représente le volume moyen des ventes à découvert en pourcentage du volume total des opérations pendant la période du coupe-circuit de deux jours. La ligne bleu foncé représente la ligne du seuil de 10 % au-delà de la période avant le coupe-circuit que nous avons utilisée pour décider des titres qui seraient examinés de manière plus approfondie. Ce graphique permet de constater que, pour environ la moitié des cas de déclenchement d'un CCVD, le



pourcentage des ventes à découvert était inférieur pendant la période du coupe-circuit par rapport à la période avant le coupe-circuit.

L'analyse initiale des 22 cas de déclenchement d'un CCVD individuels qui ont affiché une hausse des ventes à découvert supérieure à 10 % pendant la période du coupe-circuit a indiqué que plusieurs cas pouvaient être exclus de l'analyse supplémentaire en fonction des facteurs suivants :

Nouveau calcul

Lorsque l'activité de vente à découvert qui a eu lieu le jour du déclenchement du CCVD était répartie selon le volume avant et après le déclenchement, le volume des ventes à découvert après le déclenchement tombait bien en deçà du seuil nécessaire pour un examen, soit l'augmentation de 10 %. Dans ces cas, le volume accru des ventes à découvert a eu lieu avant le déclenchement du CCVD alors qu'aucune restriction n'était applicable. *À la suite de ce nouveau calcul, aucun examen supplémentaire n'a été mené pour cinq des cas de déclenchement d'un CCVD.*

Manque de liquidité

Lorsque l'activité de vente à découvert pendant la période du coupe-circuit a été examinée, il a été observé que, pour ce qui est d'un cas, le pourcentage accru des ventes à découvert était attribuable uniquement à une opération. Puisque le total des opérations pour cette journée était extrêmement faible (ce qui n'était pas caractéristique), le pourcentage élevé des ventes à découvert pendant le CCVD était trompeur. *À la suite de cette observation, aucun examen supplémentaire n'a été mené à l'égard d'un des cas de déclenchement d'un CCVD.*

Tendance des ventes à découvert/nouvelles provoquant une baisse des cours

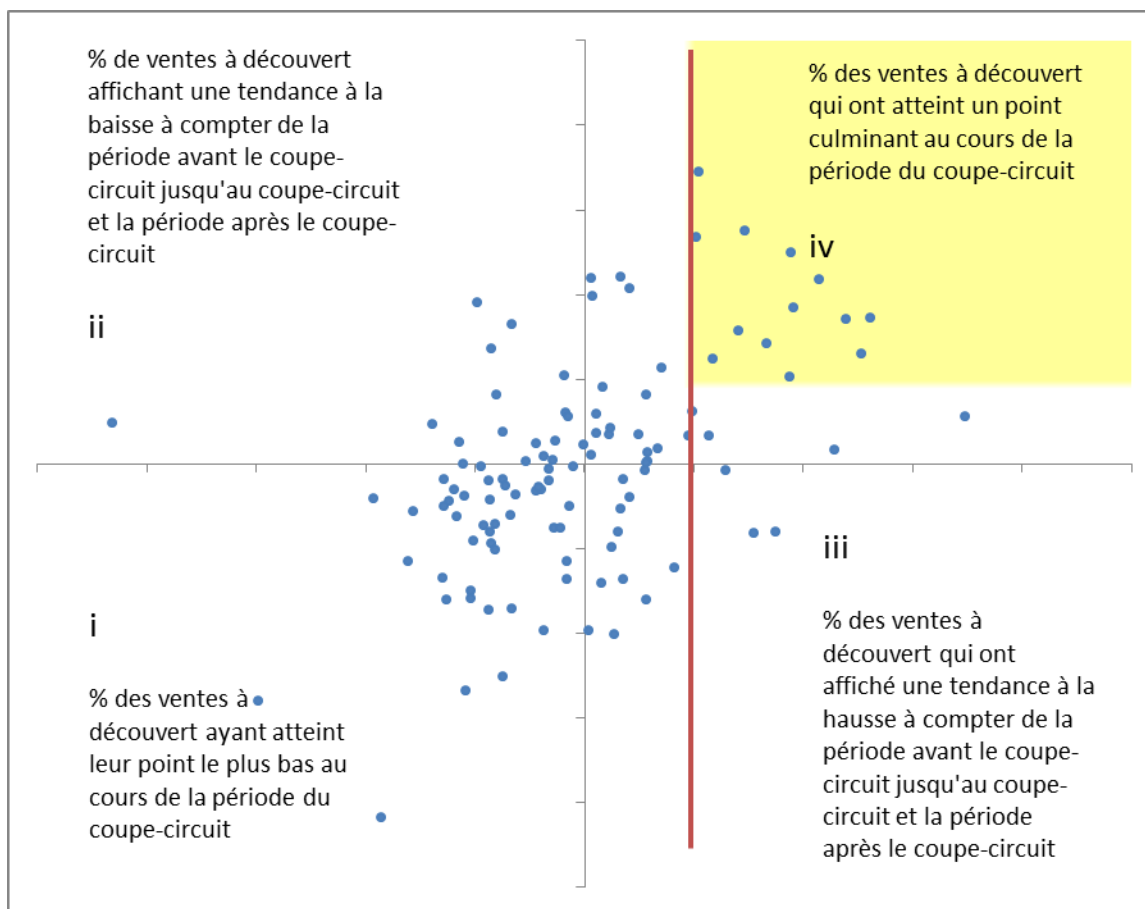
Dans plusieurs des cas de déclenchement d'un CCVD choisis, il a été observé que le pourcentage des ventes à découvert demeurait aussi élevé ou plus élevé au cours de la



période après le coupe-circuit que pendant la période du coupe-circuit. Dans ces cas, les ventes à découvert pendant la période du coupe-circuit semblaient correspondre aux opérations pendant la période après le coupe-circuit. À titre d'exemple, si la baisse des cours et le déclenchement du CCVD en résultant se sont produits en raison d'un événement important, par exemple le séisme au Japon, la hausse consécutive des ventes à découvert observée sur les marchés canadiens pouvait très bien être la conséquence naturelle de la nouvelle, qui a débuté après l'annonce de celle-ci et qui s'est poursuivie bien après la fin du CCVD; elle n'était donc pas représentative d'une migration des ventes à découvert vers les marchés canadiens. Afin d'expliquer cette notion pleinement, le graphique 6 illustre les quatre scénarios s'appliquant à l'ensemble des 112 cas de déclenchement d'un CCVD, compte tenu des tendances de ventes à découvert avant et après la période du coupe-circuit.



Graphique 6



- i. 45 des cas de déclenchement d'un CCVD indiquaient une tendance à la baisse du pourcentage des ventes à découvert pendant la période du coupe-circuit et à la hausse pendant la période après le coupe-circuit, ce qui a constitué un creux dans les ventes à découvert. Ces éléments sont indiqués dans le quadrant inférieur gauche du graphique 6.
- ii. 17 des cas de déclenchement d'un CCVD indiquaient une tendance à la baisse du pourcentage des ventes à découvert par rapport à la période avant le coupe-circuit jusqu'à la période du coupe-circuit et la période après le coupe-circuit. Ces éléments sont indiqués dans le quadrant supérieur gauche du graphique 6.



- iii. 15 des cas de déclenchement d'un CCVD ont indiqué une tendance à la hausse du pourcentage des ventes à découvert par rapport à la période avant le coupe-circuit jusqu'à la période du coupe-circuit, hausse qui s'est poursuivie tout au long de la période après le coupe-circuit. Ces cas sont indiqués dans le quadrant inférieur droit du graphique 6.
- iv. 35 des cas de déclenchement d'un CCVD ont indiqué une tendance où le pourcentage des ventes à découvert a atteint son point culminant pendant la période du coupe-circuit par rapport aux périodes avant et après le coupe-circuit. Ces cas sont indiqués dans le quadrant supérieur droit du graphique 6.

Les cas situés à la droite de la ligne rouge (dans les quadrants iii et iv) sont les 22 cas qui ont été initialement sélectionnés en raison de la hausse de 10 % des ventes à découvert entre la période avant le coupe-circuit et la période du coupe-circuit. La boîte jaune dans le quadrant supérieur droit fait état des cas pour lesquels l'activité de vente à découvert, en pourcentage du total des opérations pendant la période du coupe-circuit, s'élevait également à au moins 10 % de plus que pendant la période après le coupe-circuit.

Une analyse a été menée concernant les nouvelles se rapportant aux titres pour les cas qui se situaient en dehors de la boîte jaune (à la droite de la ligne rouge). Lorsqu'il y avait des nouvelles importantes et une tendance continue à la hausse des ventes à découvert, le cas a été exclu de l'examen supplémentaire. *À la suite de cette analyse, aucun examen supplémentaire n'a été mené à l'égard de trois des cas de déclenchement d'un CCVD.*

6. Analyse des opérations visées par les cas de déclenchement d'un CCVD individuels

Comme il a été précisé ci-dessus, un total de 9 cas de déclenchement d'un CCVD a été exclu d'une analyse plus approfondie, ce qui laissait 13 cas de déclenchement d'un



CCVD à examiner en détail. Les entités responsables de plus de 10 % du volume total des ventes à découvert pendant la période du coupe-circuit ont été identifiées. Leur activité de négociation pendant toute la période d'examen a été consignée, à la fois selon le volume d'achat absolu/de vente/de vente à découvert et selon le pourcentage du volume d'achat/de vente/de vente à découvert. Nous avons examiné l'activité de négociation de chaque entité pour établir si elle se situait dans le contexte du marché (et indiquait des volumes de négociation élevés lors de jours affichant des volumes globaux de négociation élevés) et si l'activité au cours des jours situés dans la période du coupe-circuit était compatible avec la tendance de négociation pendant les périodes avant et après le coupe-circuit.

Pour chaque cas examiné, il a été constaté que deux ou trois entités comptaient pour au moins 10 % des ventes à découvert pendant la période du coupe-circuit. Au total, 8 clients qui avaient accès aux marchés au moyen d'un accès direct au marché (les clients ayant un ADM), 3 négociateurs négociant pour des comptes de portefeuilles (comptes de stocks) et des négociateurs négociant comme mandataires pour des clients étaient responsables des ventes à découvert de plus de 10 % des 13 cas de déclenchement d'un CCVD.

Les 8 clients ayant un ADM ont été répartis dans les trois catégories suivantes en fonction de la nature de leurs opérations :

- Cinq des huit clients ayant un ADM ont indiqué une tendance d'achat et de vente d'un titre selon des quantités inégales au quotidien, de sorte qu'ils paraissent « directionnels » au quotidien. Nous avons identifié ces clients comme des clients directionnels ayant un ADM.
- Trois des huit clients ayant un ADM ont indiqué une tendance d'achat et de vente d'un titre selon des quantités égales au quotidien, de sorte qu'ils paraissent « non directionnels ». Nous avons appelé ces clients des clients non directionnels ayant un ADM.



Graphique 7

| Pourcentage non pondéré des ventes à découvert | Nature des opérations |
|---|---|
| 57 % | Clients directionnels ayant un ADM |
| 25 % | Non examinées – moins de 10 % des ventes à découvert liées à un cas |
| 7 % | Négociation par le client |
| 7 % | Clients non directionnels ayant un ADM |
| 4 % | Négociation pour un compte de portefeuille (compte de stocks) |

Le graphique 7 indique le pourcentage non pondéré des ventes à découvert dans le cadre des 13 cas, classés selon la nature des opérations. Pour créer ce tableau, nous avons additionné les pourcentages des volumes de ventes à découvert pour chaque cas de déclenchement d'un CCVD dans chaque catégorie et les avons divisés par 13. Ainsi, les résultats ne tiennent pas compte des différences de volume de négociation ou de valeurs. Pour les profanes, nous comparons des pommes et des oranges. Cependant, nous présentons ce tableau pour donner un récapitulatif global de l'activité de négociation des ventes à découvert pendant la période du coupe-circuit visant les titres examinés, et ce, pour évaluer l'ampleur de la migration éventuelle de l'activité de vente à découvert vers les marchés canadiens.

Les observations et conclusions suivantes ont été faites concernant les ventes à découvert pendant les périodes de coupe-circuit :



Clients directionnels ayant un ADM

Dans 12 des 13 cas examinés en détail, ce qui comptait pour environ 57 % de l'ensemble des ventes à découvert, les clients directionnels ayant un ADM étaient responsables d'un pourcentage important des ventes à découvert pendant les périodes de coupe-circuit. Après une analyse plus poussée de chaque cas individuel, les observations suivantes ont été faites :

- Les clients directionnels ayant un ADM achetaient et vendaient les titres pendant presque tous les 12 jours des périodes d'examen.
- Les clients directionnels ayant un ADM ont effectué des ventes à découvert sur les marchés canadiens pendant des périodes avant et après le coupe-circuit, et, certains jours, selon des pourcentages qui correspondaient aux pourcentages des ventes à découvert enregistrés les jours où le coupe-circuit s'appliquait, ou qui dépassaient ces pourcentages.
- Dans 7 des 13 cas de déclenchement d'un CCVD, un ou plusieurs des clients directionnels ayant un ADM ont effectué pendant la période du coupe-circuit des ventes à découvert correspondant à plus du double du pourcentage selon le volume par rapport à la période avant le coupe-circuit.
- Dans 7 des 13 cas de déclenchement d'un CCVD, une ou plusieurs des entités directionnelles ayant un ADM ont effectué pendant la période du coupe-circuit des ventes à découvert correspondant à plus du double du pourcentage selon le volume par rapport à la période après le coupe-circuit.

Pour l'évaluation de l'importance de cette activité de négociation, les facteurs suivants devraient être pris en compte :

- Les stratégies de négociation précises des clients directionnels ayant un ADM n'étaient pas connues, mais il est établi que ces stratégies ont été exécutées au moyen d'algorithmes.



- Les ventes à découvert constatées pendant les périodes avant et après le coupe-circuit confirment la thèse selon laquelle les ventes à découvert constituent une partie fondamentale de la façon dont ces clients directionnels ayant un ADM effectuent leurs opérations au quotidien.
- Le mécanisme selon lequel les clients directionnels individuels ayant un ADM ont modifié leurs modes d'exécution des opérations pour se conformer à la restriction applicable aux ventes à découvert aux États-Unis n'est pas connu, mais il est raisonnable de supposer que ces clients aient effectivement modifié ce mode d'exécution.

En fonction des éléments de preuve examinés et des facteurs supplémentaires pris en considération, il semblerait que, pendant les périodes de coupe-circuit, l'activité de négociation menée par les clients directionnels ayant un ADM affichait une hausse logique et prévue des ventes à découvert sur les marchés canadiens. Il semblerait que, pendant la période du coupe-circuit, l'augmentation des ventes à découvert effectuées par les clients directionnels ayant un ADM et visant les titres examinés était représentative de leurs tendances de négociation dans le cours normal des activités. Les opérations effectuées par les clients directionnels ayant un ADM ne semblent pas représenter un réacheminement délibéré de la négociation qui aurait normalement eu lieu exclusivement sur un marché américain.

Ventes à découvert non examinées – moins de 10 % des ventes à découvert visées par un cas

Environ 25 % des ventes à découvert n'ont pas été examinées, puisqu'elles représentaient moins de 10 % du volume des ventes à découvert pendant les cas de déclenchement d'un CCVD. Il y a lieu d'observer que les clients directionnels ayant un ADM et les clients non directionnels ayant un ADM déjà identifiés figuraient également dans certains des cas de déclenchement d'un CCVD, puisqu'ils avaient effectué des ventes à découvert inférieures à 10 %.



Négociation par des clients

Dans un des cas de déclenchement d'un CCVD qui a été examiné en détail, et qui comptait pour environ 7 % des ventes à découvert, le volume élevé des ventes à découvert était attribuable uniquement à des opérations affichées par des clients auprès de deux organisations participantes. Les opérations effectuées par les clients ne faisaient pas partie d'une tendance plus importante. Il est possible que ces opérations aient été acheminées vers un marché canadien plutôt que vers un marché américain. Cependant, puisque cette activité isolée effectuée par des clients n'était attribuable qu'à un cas, elle ne reflète pas la présence d'un problème systémique éventuel.

Négociation non directionnelle à fréquence élevée

Dans 4 des 13 cas de déclenchement d'un CCVD qui ont été examinés en détail, ce qui comptait pour environ 6 % de l'ensemble des ventes à découvert, des clients non directionnels ayant un ADM étaient responsables de pourcentages importants de ventes à découvert pendant les périodes de coupe-circuit. Après une analyse plus approfondie de chaque cas individuel, les observations suivantes ont été faites :

- Les clients non directionnels ayant un ADM achetaient et vendaient les titres pendant les 12 jours de la période d'examen et leurs opérations indiquaient des quantités égales d'achats et de ventes chaque jour.
- Les clients non directionnels ayant un ADM ont effectué des ventes à découvert sur les marchés canadiens pendant les périodes avant et après le coupe-circuit, la plupart des jours selon des pourcentages correspondant aux pourcentages des ventes à découvert enregistrés lors de jours où le coupe-circuit s'appliquait.
- Dans un des cas de déclenchement d'un CCVD, un client non directionnel ayant un ADM (le client constituant l'exception non directionnelle) a effectué pendant la période du coupe-circuit des ventes à découvert correspondant à plus du



double du pourcentage selon le volume par rapport à la période après le coupe-circuit.

- Dans aucun des autres cas de déclenchement d'un CCVD les clients non directionnels ayant un ADM n'ont effectué des ventes à découvert considérablement plus fréquentes pendant la période du coupe-circuit par rapport aux périodes avant et après le coupe-circuit.

Pour l'évaluation de l'importance de l'activité de négociation par le client constituant l'exception non directionnelle, les facteurs suivants devraient être pris en compte :

- Les ventes à découvert constatées pendant les périodes avant et après le coupe-circuit confirment la thèse selon laquelle les ventes à découvert constituent une partie fondamentale de la façon dont le client constituant l'exception non directionnelle effectuait ses opérations au quotidien.
- Le mécanisme selon lequel le client constituant l'exception non directionnelle a modifié ses modes d'exécution des opérations pour se conformer à la restriction applicable aux ventes à découvert aux États-Unis n'est pas connu, mais il est raisonnable de supposer qu'il ait effectivement modifié ses modes d'exécution.

En fonction des éléments de preuve examinés et des facteurs supplémentaires pris en compte, il semblerait que l'activité de négociation par le client constituant l'exception non directionnelle pendant la période de coupe-circuit indiquait une augmentation logique et attendue des ventes à découvert sur les marchés canadiens. Il semblerait que l'augmentation des ventes à découvert effectuées par le client constituant l'exception non directionnelle pendant la période du coupe-circuit visant les titres examinés était représentative de sa tendance de négociation dans le cours normal des activités. La négociation par le client constituant l'exception non directionnelle ne semble pas représenter un réacheminement délibéré des opérations qui auraient normalement eu lieu exclusivement sur un marché américain.



L'activité de négociation par le reste des clients non directionnels ayant un ADM pendant les périodes de coupe-circuit était représentative de leurs tendances de négociation dans le cours normal des activités et ne faisait aucunement état d'une migration de l'activité de vente à découvert vers les marchés canadiens.

Négociation d'un compte de portefeuille (compte de stocks)

Dans 3 des 13 cas de déclenchement d'un CCVD qui ont été examinés en détail, ce qui comptait pour environ 4 % des ventes à découvert, la négociation d'un compte de portefeuille (compte de stocks) par des maisons de courtage canadiennes était responsable des pourcentages importants de ventes à découvert pendant les périodes de coupe-circuit. Les comptes de portefeuille (comptes de stocks) étaient canadiens et il est peu vraisemblable que l'activité de négociation représentait une migration de l'activité de vente à découvert vers les marchés canadiens.

V. Conclusion

Lorsque les 112 cas de déclenchement d'un CCVD sont examinés collectivement (voir le graphique 2), nous constatons que le pourcentage des ventes à découvert par rapport au volume total des opérations se situe entre 28 % et 34 % sur la période de 12 jours commençant avant et se terminant après le coupe-circuit. Le jour 1 de la période de coupe-circuit indiquait un taux moyen de ventes à découvert de 33 %, et le deuxième jour affichait un taux moyen de ventes à découvert de 31 %, les deux chiffres se situant dans la fourchette moyenne pour la période de 12 jours. Cela indique qu'en moyenne, il n'y a eu aucune augmentation du rythme des ventes à découvert sur les marchés canadiens lors des cas déclenchant les CCVD. Le graphique 5 appuie cette constatation, et indique qu'environ la moitié des 112 cas de déclenchement d'un CCVD avait donné lieu à une hausse des ventes à découvert pendant la période du coupe-circuit tandis que la moitié avait donné lieu à une baisse des ventes à découvert.



Un groupe de 22 cas de déclenchement d'un CCVD, qui avait connu les hausses les plus importantes des ventes à découvert, a été examiné. Un examen initial a mené à l'exclusion de l'examen supplémentaire de 9 des cas. Nous avons soumis le reste des 13 cas de déclenchement d'un CCVD à un examen approfondi de la négociation pour identifier les entités responsables des ventes à découvert et pour établir si ces ventes à découvert étaient conformes aux habitudes de négociation typiques et prévues de l'entité ou si elles semblaient constituer un réacheminement délibéré des opérations qui auraient normalement eu lieu exclusivement sur un marché américain. La hausse des ventes à découvert dans la majorité des cas et en tant que pourcentage global non pondéré (graphique 7) était attribuable aux activités de négociation de certains clients directionnels ayant un ADM. Même si ces clients affichaient un nombre élevé de ventes à découvert pendant les périodes de coupe-circuit, l'activité de négociation était représentative de leurs tendances de négociation dans le cours normal des activités lors de périodes où les restrictions imposées par le CCVD ne s'appliquaient pas et elle ne semblait pas être un réacheminement délibéré des opérations qui auraient normalement eu lieu exclusivement sur un marché américain.

L'OCRCVM en conclut qu'il n'y a aucune preuve d'une migration systématique de l'activité de vente à découvert visant des titres intercotés vers les marchés canadiens lorsque des CCVD s'appliquaient aux États-Unis.