

Avis relatif à l'intégrité du marché

Avis de consultation

7 septembre 2007

N° 2007-017

Acheminement suggéré

- Négociation
- Affaires juridiques et Conformité

Sujets principaux

- Transaction échouée
- Étude d'impact
- Dernier cours vendeur
- Désignation de « vente à découvert dispensée »
- Relevé de positions à découvert
- Vente à découvert
- Titre inadmissible à une vente à découvert
- Annulation d'une transaction
- Modification d'une transaction

DISPOSITIONS SE RAPPORTANT AUX VENTES À DÉCOUVERT ET AUX TRANSACTIONS ÉCHOUÉES

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis du fait que, le 14 août 2007, le conseil d'administration de Services de réglementation du marché inc. a approuvé la publication en vue de commentaires de modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché concernant certains aspects des ventes à découvert et des transactions échouées. En particulier, les modifications proposées :

- abrogeraient l'ensemble des restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être effectuée;
- supprimeraient l'exigence de déposer des « relevés de positions à découvert » si des renseignements convenables portant sur des ventes à découvert exécutées sur un marché deviennent disponibles;
- exigeraient qu'un avis soit donné à une autorité de contrôle du marché si, après l'exécution d'une transaction, la transaction est modifiée (quant au cours, au volume ou à la date de règlement) ou annulée;
- prévoiraient une définition d'une *transaction échouée* et exigeraient qu'une déclaration d'une *transaction échouée* soit faite à une autorité de contrôle du marché si le motif de l'échec n'est pas réglé dans les dix jours de bourse qui suivent la date de règlement initiale de la transaction;
- prévoiraient qu'un responsable de l'intégrité du marché peut annuler une *transaction échouée* dans certains cas;

- supprimeraient les dispositions relatives à la désignation des ordres « à découvert dispensés »;
- préciseraient certaines exigences que doit respecter un vendeur en vue d'être réputé propriétaire des titres au moment d'une vente.

Renvois aux dispositions des RUIIM

- Règle 1.1 – Définitions
- Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert
- Règle 6.2 – Désignations et identificateurs
- Règle 7.7 – Négociation de titres pendant le déroulement de certaines opérations sur titres
- Règle 10.9 – Pouvoir des responsables de l'intégrité du marché
- Règle 10.10 – Relevé de positions à découvert

Renvois aux Avis relatifs à l'intégrité du marché

- Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-026 – *Révision stratégique des Règles universelles d'intégrité du marché* (4 octobre 2004)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 - *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006)
- Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-014 - *Orientation – Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés* (6 juillet 2007)

Questions / Renseignements supplémentaires

Pour obtenir un complément d'information ou pour formuler des questions concernant le présent Avis, veuillez communiquer avec la personne suivante :

M^e James E. Twiss
Avocat principal en matière de politique
Téléphone : 416-646-7277
Télécopieur : 416-646-7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

DISPOSITIONS SE RAPPORTANT AUX VENTES À DÉCOUVERT ET AUX TRANSACTIONS ÉCHOUÉES

Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis du fait que, le 14 août 2007, le conseil d'administration de Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a approuvé la publication en vue de commentaires de modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant certains aspects des ventes à découvert et des transactions échouées. En particulier, les modifications proposées (les « modifications proposées ») :

- abrogeraient l'ensemble des restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être effectuée;
- supprimeraient l'exigence de déposer des « relevés de positions à découvert » si des renseignements convenables portant sur des ventes à découvert exécutées sur un marché deviennent disponibles;
- exigeraient qu'un avis soit donné à une autorité de contrôle du marché si, après l'exécution d'une transaction, la transaction est modifiée (quant au cours, au volume ou à la date de règlement) ou annulée;
- prévoiraient une définition d'une *transaction échouée* et exigeraient qu'une déclaration d'une *transaction échouée* soit faite à une autorité de contrôle du marché si le motif de l'échec n'est pas réglé dans les dix jours de bourse qui suivent la date de règlement initiale de la transaction;
- prévoiraient qu'un responsable de l'intégrité du marché peut annuler une *transaction échouée* dans certains cas;
- supprimeraient les dispositions relatives à la désignation des ordres « à découvert dispensés »;
- préciseraient certaines exigences que doit respecter un vendeur en vue d'être réputé propriétaire des titres au moment d'une vente.

Processus d'établissement des Règles

SRM a été reconnue comme organisme d'autoréglementation par la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers du Québec (les « autorités de reconnaissance ») et, en tant que tel, est autorisée à agir en qualité de fournisseur de services de réglementation aux fins de la Norme canadienne 21-101 et de la Norme canadienne 23-101 (les « Règles de négociation des ACVM »).

En qualité de fournisseur de services de réglementation, SRM administre et applique les règles de négociation pour les marchés qui ont retenu ses services. SRM a adopté, et les autorités de reconnaissance ont approuvé, les RUIM comme règles de négociation en matière d'intégrité qui s'appliquent à tout marché qui retient les services de SRM en qualité de fournisseur de services de réglementation. Présentement, les services de SRM ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation pour la Bourse de Toronto (la « TSX »), la Bourse de croissance TSX (la « BC TSX ») et Canadian Trading and Quotation System (« CNQ »), chacune en qualité de bourse; et par Bloomberg Tradebook Canada Company (« Bloomberg »), Instinet I-X Limited, Liquidnet Canada Inc. (« Liquidnet »), Perimeter Markets Inc. (exploitant de « BlockBook ») et TriAct Canada Marketplace LP (« TriAct »), chacune en qualité de SNP. CNQ exploite présentement un « marché de rechange » connu sous la désignation de « Pure Trading » lequel a le droit de négocier des titres cotés à d'autres bourses et qui négocient présentement des titres cotés à la TSX.

Le Comité consultatif sur les règles (« CCR ») a examiné les modifications proposées. Le CCR est un comité consultatif formé de représentants de chacun des marchés pour lesquels SRM agit en qualité de fournisseur de services de réglementation, soit des participants, des investisseurs institutionnels et des adhérents et des membres du milieu juridique de la conformité.

Les modifications aux RUIM entreront en vigueur dès leur approbation par les autorités de reconnaissance après avis public et commentaires et ratification des modifications par le conseil d'administration. La mise en œuvre de certaines des modifications proposées serait retardée suivant l'approbation par les autorités de reconnaissance jusqu'à une date fixée par le conseil d'administration afin de permettre aux divers participants au marché d'apporter les changements qui s'imposent à leurs systèmes et procédures (se reporter à la rubrique « Répercussions technologiques et plan de mise en œuvre ») aux pages 34 à 38.)

Le libellé des modifications proposées est énoncé en Annexe « A ». Des commentaires sont sollicités à l'égard de tous les aspects des modifications proposées, notamment des commentaires sur les solutions de rechange en matière de politique qui pourraient tenir lieu de la mise en œuvre des modifications proposées. Il y a lieu de consulter la rubrique « Questions déterminées relativement auxquelles des commentaires sont sollicités » aux pages 38 et 39. Les commentaires devraient être consignés par écrit et présentés à la personne suivante avant le **9 octobre 2007** :

M^e James E. Twiss,
Avocat principal en matière de politique,
Bureau de la politique relative au marché et du Contentieux,
Services de réglementation du marché inc.,
Bureau 900,
145, rue King Ouest,
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Télécopieur : 416.646.7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

Un exemplaire devrait également être fourni aux autorités de reconnaissance en le transmettant à la personne suivante :

Cindy Petlock
Directrice, Réglementation du marché
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Bureau 1903, C.P. 55,
20, rue Queen Ouest
Toronto (Ontario) M5H 3S8

Télécopieur : (416) 595-8940
Courriel : cpetlock@osc.gov.on.ca

Les auteurs de commentaires devraient savoir qu'un exemplaire de leur lettre de commentaires sera disponible publiquement sur le site Internet de SRM (www.rs.ca sous la rubrique « Réglementation » et la sous-rubrique « Règles universelles d'intégrité du marché ») après l'expiration de la période de consultation. Un résumé des commentaires contenus dans chaque présentation sera également inclus dans un Avis relatif à l'intégrité du marché futur portant sur la révision ou l'approbation des modifications proposées.

Contexte des modifications proposées

Dispositions actuelles relatives à la vente à découvert aux termes des RUIM et de la législation provinciale sur les valeurs mobilières

L'article 3.1 des RUIM prévoit qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès ne peut réaliser une vente à découvert sur un marché sauf si le prix correspond ou est supérieur au dernier cours vendeur à l'égard de ce titre ou sauf si certaines dispenses s'appliquent. Les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert imposées par les RUIM ne dépendent pas actuellement de la liquidité du titre ou du degré de difficulté de l'emprunt de titres afin de régler l'opération de vente à découvert. Aux termes de la définition d'une *vente à découvert* dans les RUIM, une transaction qui, au moment du règlement sera réglée au moyen de titres empruntés, est réputée constituer une vente à découvert.

La législation provinciale en valeurs mobilières exige généralement qu'une personne qui place un ordre auprès d'un participant visant la vente d'un titre dont la personne n'est pas propriétaire, qu'elle déclare au participant qu'elle n'est pas propriétaire du titre au moment de l'ordre. L'expression *vente à découvert* n'est pas définie aux termes de la législation provinciale en valeurs mobilières.

Examen stratégique du régime de vente à découvert aux termes des RUIM

SRM a lancé un examen stratégique des RUIM (l'« examen stratégique ») dans le cadre de la publication de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-026 – *Révision stratégique des Règles universelles d'intégrité du marché* (4 octobre 2007), lequel sollicitait des commentaires du public concernant les questions que devrait examiner SRM dans le cadre de son examen stratégique.

SRM a organisé une série de discussions de table ronde à Montréal, à Toronto, à Calgary et à Vancouver avec des représentants des maisons de courtage, tant du côté vente que du côté achat, des marchés et des cabinets d'avocats.

Les répondants qui ont assisté aux tables rondes et qui appuyaient la réglementation des ventes à découvert étaient généralement favorables à une interdiction de la manipulation du marché, plutôt qu'à des restrictions quant au cours visant les ventes à découvert. Ils adoptaient cette position en partie en raison du potentiel de manipulation au moyen de la négociation par petites augmentations successives (c.-à-d., la manipulation du cours d'un titre à la hausse en réalisant des achats du titre). Ainsi que l'a observé un répondant : « Si vous manipulez un titre, vous le manipulez. Que ce soit dans le cadre d'un achat ou d'une vente, cela importe peu, vous manipulez un titre. »

Les répondants dans le cadre des tables rondes ont fait preuve de peu d'appui pour l'importation de l'exigence américaine (discutée plus en détail ci-dessous) de trouver des titres disponibles en vue d'un emprunt avant de saisir une vente à découvert. Plusieurs des participants ont attribué l'exigence américaine à un nombre considérable de manquements dans le cadre de la remise de titres qui se sont produits sur le marché américain, réalité qui, selon eux, ne s'est pas produite sur le marché canadien.¹ Certains participants du secteur de la vente ont observé que leurs maisons de courtage exigent qu'ils confirment leur capacité d'emprunter des titres non liquides ou dotés d'un faible cours avant de saisir une vente à découvert.

Dans le cadre de l'examen stratégique, SRM a entrepris un examen de la doctrine écrite sur les ventes à découvert. En résumé, cet examen est parvenu à la conclusion que les restrictions quant au cours agissent généralement de sorte à restreindre l'établissement des cours en limitant l'arbitrage et en suscitant une fixation de cours excessive à l'égard de titres, ce qui touche l'efficacité et la liquidité globales du marché. Un certain nombre d'études ont été repérées qui appuient l'hypothèse que les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert enrayerent l'établissement des cours en faisant en sorte que les titres fassent l'objet d'une fixation de cours excessive étant donné que les épargnants ne peuvent librement négocier en fonction de leurs « opinions négatives ». Les auteurs d'une étude canadienne ont prétendu que l'efficacité du marché serait améliorée s'il y avait une restriction réduite à l'égard des ventes à découvert.

Les études empiriques concernant les ventes à découvert et leur exacerbation des déclin du marché ont, pour la plupart, été réalisées aux États-Unis. Ces études ont procuré peu d'éléments de preuve qu'une règle de restrictions quant au cours dans le cadre de « légères augmentations successives » à l'instar des États-Unis a pour effet de favoriser la stabilité de marchés en déclin.

Pour ce qui est de la manipulation du marché, il existait peu d'écrits à l'extérieur des États-Unis concernant le rôle que jouent les restrictions quant au cours dans le cadre de la prévention de

¹ Cette prétention est appuyée empiriquement dans la modélisation d'une « liste de manquements » possible au Canada qui a été entreprise pour le Groupe de travail des ACVM/OAR sur les ventes à découvert et les transactions échouées. Se reporter à la rubrique intitulée « Groupe de travail des ACVM/OAR sur les questions liées aux ventes à découvert et aux transactions échouées » aux pages 14 et 15. La recherche entreprise par SRM a permis de parvenir à une conclusion semblable. Se reporter à la rubrique intitulée « Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens » aux pages 15 et 16.

la manipulation des marchés. Les auteurs américains sont parvenus à la conclusion que la règle de restriction quant au cours dans le cadre de « légères augmentations successives » aux États-Unis n'est pas nécessaire aux États-Unis afin de prévenir des « razzias dans le cadre de marchés en déclin » et la manipulation des marchés, compte tenu des autres restrictions et éléments de communication des faits qui sont déjà en place (par exemple les exigences quant aux marges et à l'obligation de trouver des titres).

SRM reconnaît qu'il existe des limites quant au caractère applicable de ces études, étant donné qu'elles se sont servies principalement de données des marchés américains et ne se sont pas toujours fiées à des données au sein du même jour. Un résumé de la doctrine indique que les règles quant aux légères modifications des cours sont d'une utilité limitée afin d'enrayer les déclin du marché et peuvent avoir une incidence négative sur l'établissement des cours, ce qui pourrait contrecarrer toute incidence bénéfique qu'elles peuvent avoir dans le cadre de la prévention de la manipulation des marchés. En réalité, la recherche ne fournit pas des éléments de preuve comme quoi un critère quant aux légères variations du cours empêche en soi la manipulation des marchés. Cette conclusion est compatible avec les commentaires formulés par les participants dans le cadre des tables rondes sur l'examen stratégique. Les études canadiennes indiquent que les coûts des ventes à découvert sont plus faibles au Canada qu'aux États-Unis, ce qui peut signifier que les ventes à découvert peuvent être relativement moins restreintes en l'absence du critère quant aux légères variations du cours et aux exigences de trouver des titres qui existent aux États-Unis.

Réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées dans d'autres territoires

Généralités

Au cours des dernières années, les autorités en valeurs mobilières dans des territoires étrangers ont apporté un certain nombre de modifications à leurs régimes relatifs aux ventes à découvert, lesquelles correspondaient à leurs points de vue réglementaires sur les ventes à découvert et leur incidence sur les marchés. Chacune des autorités de réglementation avait examiné son régime de ventes à découvert dans la foulée d'incidences défavorables perçues des ventes à découvert sur les marchés. Par exemple, la United States Securities and Exchange Commission (« SEC »), dans le contexte de son examen de la réglementation des ventes à découvert et de la proposition dite Regulation SHO, a déclaré que les ventes à découvert augmentent la liquidité du marché et l'efficacité quant à l'établissement des cours, mais qu'elle peut servir à manipuler illégalement les cours des titres. Elle a également déclaré que des ventes à découvert sans restrictions peuvent exacerber un marché en déclin relativement à un titre.

Lorsque la Financial Services Authority (« FSA ») du Royaume-Uni a examiné sa réglementation sur les ventes à découvert en 2002 et en 2003, elle a commenté que, alors que les ventes à découvert appuient des marchés efficaces, accélèrent la rectification des cours à l'égard de titres surévalués, favorisent la liquidité et appuient les activités de couverture et les transactions à l'égard des titres dérivés, elles sont par ailleurs risquées si le marché évolue dans la mauvaise direction, et elles peuvent entraîner des opérations désordonnées et une volatilité des cours à court terme et servir dans le cadre de stratégies manipulatrices. La FSA a

observé le danger de la perturbation des règlements à l'égard de titres moins liquides et de ventes à découvert non assurées et elle a déclaré que les ventes à découvert peuvent exagérer les déclin des cours des titres, ainsi minant la confiance sur le plan commercial et la capacité de réunir des fonds. Les règles de la Bourse de Londres régissant les opérations sur AIM, le marché des sociétés à capital de risque, ne comportent pas de restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert. Plutôt, les maisons de courtage membres doivent disposer d'une « [TRADUCTION] stratégie claire afin de garantir le règlement de leurs positions à découvert »².

En 2001 et en 2002, la *Financial Services Agency* du Japon et la Bourse de Tokyo ont renforcé la réglementation des ventes à découvert, en observant que les ventes à découvert et les opérations de ventes à découvert sur marge améliorent la profondeur du marché en augmentant le volume des opérations tout en ayant également des « influences nocives ».

Regulation SHO

Le Règlement dit Regulation SHO a été adopté par la SEC en 2004, la date de conformité étant le 3 janvier 2005. Le Règlement dit Regulation SHO établit des exigences uniformes en matière de « repérage de titres » et de « dénouements ». La SEC a déclaré que ces exigences étaient nécessaires afin de régler les problèmes associés aux manquements de remettre des titres, y compris des ventes à découvert « non assurées » qui pourraient être éventuellement abusives.

Aux termes de « l'exigence de trouver des titres », la Règle 203(b) du Règlement dit Regulation SHO, à quelques exceptions près, exige d'un courtier, avant qu'il ne réalise un ordre visant une vente à découvert à l'égard d'un titre de participation, soit qu'il emprunte soit qu'il conclue une convention d'emprunt, ou encore qu'il ait des motifs raisonnables de croire que le titre puisse être emprunté, de sorte à ce qu'il puisse être remis dans le cadre d'un règlement dans le cours normal. Ce « repérage de titres » doit être effectué et documenté (une « détermination affirmative ») avant de réaliser la vente à découvert. La disposition exigeant de trouver des titres impose cette obligation de détermination affirmative à l'ensemble des vendeurs à découvert et s'applique tant aux ordres propres qu'aux ordres clients visant des ventes à découvert.

La Règle 203(b)(3) prise aux termes du Règlement dit Regulation SHO impose l'« exigence de dénouement », selon laquelle des exigences supplémentaires en matière de remise de titres sont imposées aux courtiers à l'égard de titres relativement auxquels il y a un nombre considérable de manquements quant à la remise de titres auprès d'une chambre de compensation (les « titres visés par un seuil »). La SEC explique que le Règlement dit Regulation SHO exige des courtiers qui sont participants d'une chambre de compensation immatriculée qu'ils prennent des mesures afin de « dénouer » des positions relatives à des manquements de remettre des titres (des « échecs ouverts ») qui ont perduré pendant 13 jours de règlement consécutifs à l'égard des titres visés par le seuil. Le « dénouement » exige que le courtier fasse l'acquisition du même genre et de la même qualité de titres. Jusqu'à ce que la

² Règles de la Bourse de Londres, Règle 3300.

position soit « dénouée », le courtier ainsi que tout courtier pour lequel il compense les opérations ne peuvent effectuer des ventes à découvert supplémentaires à l'égard de ce titre visé par le seuil sans emprunter ou conclure une entente de bonne foi visant à emprunter des titres (obligation connue comme l'exigence « d'emprunt préalable »). Les « titres visés par le seuil » sont des titres de participation qui, dans l'ensemble, ont manqué de remettre une position pendant cinq jours de règlement consécutifs auprès d'une chambre de compensation immatriculée et totalisant au moins 10 000 actions et correspondant au moins à 0,5 % des actions globales en circulation de l'émetteur.

Aux termes du Règlement dit Regulation SHO, des listes de titres visés par le seuil doivent être conservées soit par le marché lui-même soit par l'organisme d'autoréglementation qui est doté de la responsabilité de surveillance primaire pour le marché. La SEC déclare que la Bourse de New York (« NYSE ») et l'American Stock Exchange sont responsables du calcul et de la diffusion des listes de leurs titres visés par le seuil et que la National Association of Securities Dealers (« NASD ») doit conserver et diffuser des listes de titres visés par le seuil pour NASDAQ, OTCBB et les titres appelés « Pink Sheet ».

Il importe d'observer que les courtiers canadiens qui vendent à découvert sur le marché américain doivent se conformer aux lois et règlements des États-Unis, dont le Règlement dit Regulation SHO. La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (« CDS ») facilite actuellement la compensation et le règlement d'opérations entre les courtiers canadiens qui sont des participants de CDS et des courtiers et établissements américains. Pour offrir ces services, CDS est membre de la US National Securities Clearing Corporation (« NSCC ») et de la Depository Trust Corporation (« DTC »). CDS est le seul membre de NSCC et de DTC; en d'autres mots, tous les comptes servant à régler des opérations transfrontalières sont libellés au nom de CDS, plutôt qu'au nom des participants individuels de CDS. CDS est, en conséquence, assujettie à la réglementation américaine, dont le Règlement dit Regulation SHO. Afin de s'assurer que les participants à CDS se conforment au Règlement dit Regulation SHO dans le cadre d'opérations transfrontalières, CDS a modifié ses règles afin d'inclure ce qui suit :

- une exigence expresse qu'un participant à CDS qui utilise CDS aux fins de services de compensation et de règlement transfrontalier doit se conformer au Règlement dit Regulation SHO;
- une disposition permettant à CDS de communiquer des renseignements à tout organisme d'autoréglementation ou à tout organisme de réglementation concernant le respect, par le participant à CDS, du Règlement dit Regulation SHO;
- une disposition autorisant CDS à restreindre l'accès d'un participant à CDS aux services de compensation et de règlement transfrontalier lorsque le participant ne se conforme pas au Règlement dit Regulation SHO;
- une disposition obligeant CDS à prendre les mesures qui s'imposent afin de dénouer une position de « manquement de remettre des titres » d'un participant à CDS à l'égard d'un titre visé par le seuil aux termes du Règlement dit Regulation SHO.

Projet pilote SHO

Simultanément à l'adoption du Règlement dit Regulation SHO, la SEC a lancé un projet pilote dans le cadre duquel les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert³ ont été temporairement levées à l'égard d'une liste de 1 000 titres activement négociés et dans le cadre de la négociation après la clôture de la séance d'une autre liste de 1 000 titres (le « projet pilote SHO »). Les titres compris dans le cadre du projet pilote SHO constituaient un échantillon de titres cotés à la NYSE, au Nasdaq et à l'American Stock Exchange (« AMEX ») et étaient compris dans l'Indice Russell 3000 stratifié en fonction de niveaux de volume de négociation quotidienne moyens. Le projet pilote SHO est entré en vigueur le 2 mai 2005 et a été prorogé jusqu'au 6 août 2007 afin de permettre l'examen des résultats du projet pilote SHO dans le cadre du processus d'établissement de règles.

Le projet pilote SHO a pour objectif d'évaluer l'efficacité et la nécessité des restrictions quant au cours. En particulier, la SEC a déclaré que « [TRADUCTION] le projet pilote permettra à la SEC d'obtenir des données empiriques afin d'aider à évaluer si la réglementation quant aux ventes à découvert devrait être supprimée, en tout ou en partie, à l'égard de titres négociés activement ou, si elle est conservée, si elle devrait être appliquée à des titres supplémentaires ».⁴

Le 12 février 2007, l'Office of Economic Analysis (« OEA ») de la SEC a publié son rapport intitulé *Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions under the Regulation SHO Pilot* (l'« Étude SHO »)⁵. Au nombre des conclusions clés auxquelles est parvenue l'Étude SHO, l'inclusion d'un titre dans le cadre du projet pilote SHO :

- était associée à une augmentation du volume des ventes à découvert visant les titres cotés en bourse et les actions inscrites au Nasdaq National Market⁶, mais elle ne semble avoir eut aucune incidence sur le degré de manifestations d'intérêt à l'égard de ventes à découvert sur l'un ou l'autre marché;
- n'a eu aucune incidence manifeste sur la liquidité du marché;
- ne semble pas avoir eu une incidence considérable sur la volatilité quotidienne, en moyenne compte tenu de l'ensemble des types de titres – toutefois, les résultats indiquent que l'inclusion est associée à une plus faible volatilité à l'égard de titres dotés d'une plus forte capitalisation boursière, et à une volatilité accrue à l'égard de titres dotés d'une plus faible capitalisation boursière;
- ne fournit pas d'éléments de preuve comme quoi le « critère relatif aux légères variations du cours » a un effet de distorsion à l'égard des cours des titres;

³ Les restrictions quant au cours comprenaient, par exemple, le critère quant aux légères variations du cours prévues à la Règle dite Rule 10a-1 de la loi intitulée *Securities Exchange Act 1934* et des dispositions édictées par des organismes d'autoréglementation, par exemple le critère quant aux légères variations du cours de la Bourse de New York aux termes de la Règle dite NYSE Rule 440B et le critère quant aux offres d'achat de la NASD aux termes de la Règle dite NASD Rule 3350.

⁴ SEC Release No. 34-50104, 28 juillet 2004.

⁵ *Economic Analysis of the Short Sale Price Restriction under the Regulation SHO Pilot – A Study by the Staff of the Office of Economic Analysis* (Securities and Exchange Commission, Office of Economic Analysis, 12 février 2005). Cette étude est disponible à l'adresse suivante : www.sec.gov/spotlight/studies/2007/regshopilot020607.pdf.

⁶ Avant le 1^{er} août 2006, Nasdaq n'était pas exploitée comme bourse et, en conséquence, ses actions n'étaient pas « cotées » aux fins de la Règle dite Rule 10a-1.

- n'est pas associée à l'existence d'une preuve de « ventes massives en cas de déclin des marchés ».

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

Les ventes à découvert et les manquements de remettre des titres dans le cadre de premiers appels publics à l'épargne

En avril 2007, le personnel de l'OEA a publié les résultats d'une étude portant sur les motifs des « manquements de remettre des titres » dans le cadre de la négociation de premiers appels publics à l'épargne visant des titres de participation (l'« Étude des PAPE »).⁷ En particulier, l'Étude des PAPE s'est efforcée de mettre à l'épreuve l'hypothèse comme quoi les manquements de remettre des titres dans le cadre d'un PAPE, et les manquements de remettre des titres en règle générale, découlent de la vente à découvert « non assurées ». L'Étude des PAPE a eu recours à des données sur les ventes à découvert tirées de l'Étude SHO, ainsi qu'à des renseignements recueillis par le personnel de l'OEA visant des opérations mettant en cause des ventes à découvert dans le cadre de 295 PAPE réalisés entre le 1^{er} janvier 2005 et le 20 mai 2006.

Les résultats de l'étude des PAPE n'ont mis au jour aucun élément de preuve comme quoi les ventes à découvert sont associées soit à des manquements de remettre des titres soit à l'inclusion d'un PAPE sur la liste des titres visés par le seuil. Le personnel de l'OEA précise que ses conclusions « [TRADUCTION] présentent des éléments de preuve manifestes qui remettent en cause l'utilisation des manquements de remettre des titres afin de mesurer les ventes à découvert non assurées, même hors du contexte d'un PAPE ».⁸

Modifications approuvées au Règlement dit Regulation SHO et aux exigences de déclaration des positions à découvert

Le 13 juin 2007, la SEC a approuvé diverses modifications au Règlement dit Regulation SHO et à la règle dite Rule 10a-1, au critère quant au cours dans le cadre de ventes à découvert aux

⁷ Edwards, Amy K. et Hanley, Kathleen Weiss, (ébauche préliminaire) « Short Selling and Failures to Deliver in Initial Public Offerings » (23 avril 2007). Disponible auprès de SSRN à l'adresse suivante : <http://ssrn.com/abstract=981242>.

⁸ Ibid, p. 27. En partie, l'Étude des PAPE parvient à la conclusion que les PAPE ne sont pas aussi restreints quant aux ventes à découvert que ne suggère la doctrine et elle procure des éléments de preuve comme quoi les manquements de remettre des titres peuvent se rapporter à des facteurs associés aux activités du preneur ferme en vue d'appuyer le cours offert. L'Étude des PAPE observe qu'une explication justifiant l'établissement de cours inférieurs dans le cadre de PAPE dans la doctrine a été que les ventes à découvert sont soit difficiles, voire impossibles, à réaliser dans l'après-marché immédiat en raison des restrictions perçues quand aux ventes à découvert, notamment l'hypothèse comme quoi il est difficile d'emprunter les titres de sociétés nouvellement ouvertes. L'Étude des PAPE documente le fait que les ventes à découvert sont réalisées tôt dans le cadre du processus de négociation de titres visés par un PAPE.

termes de la loi intitulée *Securities Exchange Act of 1934*⁹ et ont approuvé la publication de nouveau de certaines modifications proposées. Les modifications approuvées, qui étaient assorties d'une date de conformité du 6 juillet 2007, comprenaient les suivantes :

- la suppression des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert;
- l'interdiction imposée à tout organisme d'autoréglementation (y compris toute bourse) de se doter d'un critère quant au cours;
- la suppression des exigences de désignation des ordres visant des « ventes à découvert dispensées »;
- la suppression de l'exception de « droits acquis », de sorte que toutes positions découlant de manquements de remettre des titres relativement à des titres visés par le seuil sont tenues d'être dénouées dans les 13 jours de règlement consécutifs, indépendamment du fait que le manquement s'est produit avant que le titre ne devienne un titre visé par le seuil.

La SEC a approuvé la publication de nouveau de la proposition afin de supprimer la dispense des teneurs du marché des options des exigences de « dénouement » à l'égard de titres sur la liste des manquements. La SEC a également proposé une modification exigeant des courtiers qui désignent une vente comme étant « en compte », qu'ils documentent l'emplacement actuel des titres qui font l'objet de la vente.¹⁰

En fonction des résultats du projet pilote SHO et des conclusions de l'Étude SHO, la SEC est d'avis que la suppression de l'ensemble des restrictions existantes relatives au critère quant au cours « [TRADUCTION] serait avantageuse pour les participants au marché en fournissant aux participants au marché la faculté d'exécuter des ventes à découvert visant l'ensemble des titres sur toutes les places financières ». ¹¹ La SEC précise que la réglementation actuelle des ventes à découvert applique des critères différents quant au cours à des titres qui se négocient sur divers types de marchés ce qui pourrait éventuellement créer une inégalité des chances entre les marchés et donner lieu à de l'arbitrage réglementaire de la part des participants au marché. À cette fin, la SEC estime que les modifications proposées réduiront la confusion, les difficultés en matière de conformité, et les coûts pour les participants au marché.

À la réunion de la SEC du 13 juin 2007, le personnel de l'OEA a présenté des statistiques choisies concernant l'incidence de la mise en œuvre du Règlement dit Regulation SHO, en comparant les résultats de la « période antérieure à la règle » (1^{er} avril 2004 au 31 décembre 2004) à la période postérieure à la règle (1^{er} janvier 2005 au 31 mai 2006). En effectuant la comparaison entre les deux périodes, le nombre de titres figurant sur la liste des titres visés par le seuil avait diminué environ de 38 %, le volume quotidien moyen ayant fait l'objet d'un échec étant en recul de 36 % pour s'établir à 534,7 millions d'actions, le volume quotidien moyen des titres figurant sur la liste des échecs étant en déclin de 52 % pour s'établir à 62,7 millions d'actions. Toutefois, il importe d'observer que les statistiques tiennent compte

⁹ Les modifications ont été initialement proposées dans le cadre de la publication intitulée SEC Release No. 34-54891 (7 décembre 2006) disponible à l'adresse suivante : www.sec.gov/rules/proposed/2006/34-54891.pdf.

¹⁰ Les modifications ont été proposées dans le document intitulé SEC Release No. 34-56213 (7 août 2007) disponible à l'adresse suivante : www.sec.gov/rules/proposed/2007/34-56213.pdf.

¹¹ Ibid., p. 43.

uniquement de renseignements provenant de la NYSE, du Nasdaq et d'AMEX et ne comprennent pas les échecs se produisant sur le Bulletin Board. Il y a également lieu d'observer que les titres de « sociétés à plus faible capitalisation » négociés sur le Bulletin Board (2,27 % des émissions négociées) et sur le marché des faibles capitalisations du Nasdaq (4,62 % des émissions négociées) étaient davantage susceptibles d'être inclus sur une liste des manquements que des titres « de premier rang » qui se négociaient sur les bourses (2,0 %).

Pendant la présentation de la SEC, le personnel a observé qu'il n'y avait aucuns éléments de preuve comme quoi les conclusions du projet pilote ne seraient pas applicables à des titres moins liquides ou de moins grande envergure. Toutefois, le personnel a également observé que la volatilité des cours était plus faible à l'égard des titres dotés d'une « grande capitalisation » qui faisaient partie du projet pilote et qu'elle était plus élevée à l'égard de titres « dotés d'une faible capitalisation ».

Le 6 mars 2007, la SEC a approuvé des modifications aux règles présentées par la NASD, la NYSE et AMEX, lesquelles, entre autres, augmentent la fréquence des exigences de déclaration des participations à découvert, pour les faire passer d'une à deux fois par mois. Les modifications ne transforment par ailleurs aucunement les exigences en matière de déclaration de positions à découvert, y compris le genre de renseignements qui doivent être inclus dans les rapports.

Initiatives récentes des ACVM portant sur l'appariement et le règlement des opérations

Plus tôt cette année, les ACVM ont publié le *Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles* qui met en place un cadre améliorant et accélérant le règlement des opérations, en particulier les opérations institutionnelles.¹² Le Règlement, qui entrera pleinement en vigueur le 1^{er} octobre 2007, exige que les courtiers et conseillers inscrits établissent, conservent et appliquent les politiques et procédures conçues pour faciliter l'appariement de la livraison contre paiement ou de la réception contre paiement d'opérations dès que possible après que l'opération a été exécutée et au plus tard à la fin du jour où l'opération a été exécutée. En outre, le Règlement exige que les courtiers inscrits établissent, conservent et appliquent des politiques et procédures conçues pour faciliter le règlement d'opérations au plus tard à la date de règlement standard.¹³

¹² Bulletin de l'Autorité des marchés financiers : 2007-03-23, Vol. 4 n° 12; A.M. 2007-03, 6 mars 2007, G.O. 21 mars 2007.

¹³ *Règlement 24-202 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles*, art. 7.1(1). Ce paragraphe prévoit ce qui suit :

Le courtier inscrit ne peut exécuter d'opération que s'il a établi, conserve et applique des politiques et procédures conçues pour en faciliter le règlement au plus tard à la date de règlement standard prévue par un OAR ou le marché visé pour le type de titre faisant l'objet de l'opération.

Groupe de travail des ACVM/OAR sur les questions liées aux ventes à découvert et les transactions échouées

Le personnel de SRM participe à un groupe de travail informel formé du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM »), de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (« ACCOVAM »), CDS, la TSX et Bourse de Montréal (le « Groupe de travail »), lequel examine diverses questions se rapportant aux transactions échouées et aux ventes à découvert, notamment le rôle que jouent les ventes à découvert dans la survenance des transactions échouées. Le Groupe de travail, dans le cadre de son mandat, surveille l'évolution des événements aux États-Unis, y compris le projet pilote et les propositions faites par la SEC en vue de modifier le Règlement dit Regulation SHO. Le Groupe de travail a examiné un certain nombre d'options et de propositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées.

Dans le cadre de la modélisation réalisée pour le compte du Groupe de travail en fonction des données d'« échecs » fournies par CDS entre les mois de novembre 2004 et février 2005, l'analyse a démontré qu'une « liste de transactions échouées » élaborée en utilisant des seuils issus du Règlement dit Regulation SHO (soit des positions d'échecs moyennes sur une période de cinq jours visant au moins 10 000 actions qui correspondent à au moins 0,5 % des actions émises et en circulation de l'émetteur) ferait en sorte qu'une moyenne de 30 émetteurs se trouvent sur la « liste de transactions échouées » en fonction d'environ 3 894 émissions cotées aux bourses canadiennes au 28 février 2005, l'application des critères américains à l'égard d'une liste de transactions échouées aurait fait en sorte que moins de 0,77 % des émetteurs figurent sur une liste de transactions échouées. En fonction de la modélisation réalisée pour le Groupe de travail, si le seuil d'inclusion sur une « liste de transactions échouées » devait être réduit à la moitié du niveau aux États-Unis (10 000 actions ou au moins 0,25 % du capital-actions émis), un total de 58 titres (soit 1,49 % des émetteurs) auraient figuré sur la liste de transactions échouées. Même si le seuil d'inclusion sur une liste de transactions échouées devait être diminué à la moitié du niveau des États-Unis, la proportion des émetteurs canadiens qui figurerait sur une « liste de transactions échouées » ne constituerait encore qu'une fraction de la position américaine suivant les incidences de la mise en œuvre du Règlement dit Regulation SHO tel qu'annoncé par l'OEA.

La modélisation réalisée pour le Groupe de travail a également établi que le cours des transactions échouées relatif aux titres figurant sur la « liste de transactions échouées » en employant les critères américains ne compterait que pour environ 12,2 % du cours de l'ensemble des transactions échouées. Si le seuil plus faible correspondant à la moitié des critères américains devait être adopté, le cours des transactions échouées à l'égard des titres figurant sur la « liste de transactions échouées » ne compterait toujours que pour environ 19,5 % du cours de l'ensemble des transactions échouées.

SRM a remis en question l'équilibre entre les coûts et les avantages d'une « liste de transactions échouées » à l'instar des États-Unis pour les marchés canadiens en raison de ce qui suit :

- la présence de restrictions uniformisées en matière de ventes à découvert sur tous les marchés des titres de participation canadiens a supprimé tout rapport existant entre les ventes à découvert et les transactions échouées qui survenaient dans le cadre de la négociation aux États-Unis;
- en règle générale, les niveaux plus faibles d'échec des transactions au Canada qu'aux États-Unis;
- le fait que les échecs liés aux titres figurant sur la liste de transactions échouées ne comptaient que pour un pourcentage limité de la valeur des transactions échouées.

Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens

Afin de réagir à l'absence de données empiriques sur la fréquence des transactions échouées sur les marchés canadiens, SRM a entrepris de réaliser une étude de 25 courtiers ayant un accès aux fins de négociation à un marché canadien (un « participant à l'étude »), et ce, afin de recueillir des renseignements statistiques sur la fréquence et les motifs des transactions échouées sur les marchés canadiens (l'« Étude »).¹⁴

Les participants à l'Étude ont signalé un total de 1 078 transactions exécutées sur un marché surveillé par SRM¹⁵ qui étaient censées se régler entre le 4 août 2006 et le 11 août 2006 (les « dates de règlement de l'Étude ») mais ne l'ont pas fait (les « transactions échouées dans le cadre de l'Étude »).¹⁶ Relativement à ces transactions échouées dans le cadre de l'Étude, l'Étude est parvenue aux conclusions suivantes :

- les transactions échouées comptaient pour 0,27 % du nombre global d'opérations exécutées par les participants à l'Étude à la TSX, à la BC-TSX et à CNQ;¹⁷
- plus le marché était doté d'une « faible capitalisation » à l'égard du type de titre négocié, plus l'incidence des transactions échouées était élevée;¹⁸
- les participants appartenant à des banques et les participants n'appartenant pas à des banques ont affiché des tendances relativement comparables de transactions échouées;¹⁹

¹⁴ Pour une discussion plus approfondie de l'Étude et de ses résultats, consultez l'Avis sur la politique relative au marché 2007-003 – *Généralités – Résultats de l'étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens* (13 avril 2007).

¹⁵ Pour la période visée par les dates de règlement de l'Étude, tant Bloomberg que Liquidnet exploitaient leurs activités comme systèmes d'acheminement des ordres et n'ont pas exécuté des transactions visant des titres cotés en bourse. Par conséquent, Bloomberg et Liquidnet ont été exclues de l'analyse.

¹⁶ Les participants ont signalé 27 transactions échouées supplémentaires qui ont été exclues de l'analyse puisque 15 des transactions échouées se sont produites sur des marchés à l'extérieur du Canada et 12 des transactions échouées comportaient des placements privés ou des opérations « hors bourse ».

¹⁷ BlockBook n'a pas exécuté d'opérations au cours de la période entre le 1^{er} août et le 8 août qui se régleraient par ailleurs à une date de règlement dans le cadre de l'Étude, par conséquent, BlockBook a été exclue de l'analyse.

¹⁸ Les taux d'échec des transactions à l'égard des participants à l'Étude variaient entre 0,22 % du total des transactions par les participants à l'Étude à la TSX (soit un total de 838 échecs sur 379 211 transactions), tandis qu'elles étaient de 0,90 % des transactions à la BC-TSX (découlant de 239 échecs sur 26 509 transactions) et de 2,22 % des transactions à CNQ (découlant d'une transaction échouée sur les 25 transactions exécutées sur CNQ par des participants à l'Étude au cours de la période visée par l'Étude). Le taux d'échec des transactions sur CNQ est comparable au taux de 2,21 % signalé par l'Office of Economic Analysis de la SEC à l'égard de titres négociés aux bourses américaines et au OTC Bulletin Board en fonction de données pour le mois de mai 2006.

- les transactions assorties de modalités de règlement spéciales ont connu un taux considérablement plus élevé d'échecs (6,15 % des transactions comparativement à 0,26 % dans le cadre des transactions assorties d'un règlement ordinaire);
- pour ce qui est du total des transactions en fonction du type de compte, les transactions échouées étaient distribuées proportionnellement entre les comptes clients au détail, les comptes institutionnels (y compris les comptes d'accès direct au marché) et les comptes de « professionnels » et de stocks selon l'activité globale de négociation.

Des 1 078 transactions échouées dans le cadre de l'Étude, des renseignements davantage détaillés ont été fournis par les participants à l'Étude sur un échantillonnage aléatoire des transactions échouées dans le cadre de l'Étude formant un total de 373 transactions échouées faisant l'objet d'une analyse détaillée.²⁰ L'Étude est parvenue à la conclusion, en fonction des transactions échouées faisant l'objet d'une analyse détaillée, que :

- la cause principale de l'échec des transactions était le retard ou l'erreur d'ordre administratif²¹, ce qui a compté pour environ 51 % des échecs;
- moins de 6 % des échecs découlaient de la vente d'un titre faisant intervenir des ventes à découvert;
- les échecs faisant intervenir des ventes à découvert comptaient pour uniquement 0,07 % du total des ventes à découvert;
- des procédures de « rachat d'office » ont été utilisées uniquement dans 4 % des transactions échouées;
- environ 88 % des transactions échouées ont été réglées dans les 5 jours après la date de règlement « prévue », 96 % dans les 10 jours et 98 % dans les 15 jours après la date de règlement « prévue ».

Au cours de la période de l'Étude, environ 24 % des ventes réalisées par les participants à l'Étude constituaient des ventes à découvert, or l'Étude est parvenue à la conclusion que seuls 6 % des échecs découlaient de la vente d'un titre comportant une vente à découvert. Cette conclusion ne cadre pas avec la présomption qui sous-tend les dispositions relatives à une « liste de transactions échouées » aux États-Unis, laquelle restreint davantage les ventes à découvert lorsqu'un titre dépasse le seuil des « échecs » et est ajouté à la liste de transactions échouées.

Résumé des modifications proposées

Le texte qui suit résume les principales composantes des modifications proposées :

¹⁹ Les participants n'appartenant pas à des banques ont affiché un taux d'échec des transactions à l'égard de la négociation à la BC-TSX qui était plus que le double du taux des participants appartenant à des banques.

²⁰ Des transactions échouées dans le cadre de l'Étude à l'égard desquelles des détails supplémentaires ont été présentés par les participants à l'Étude, 3 des transactions ont été exclues d'une analyse supplémentaire puisque la transaction échouée visait un compte de marge.

²¹ Les retards ou erreurs d'ordre administratif comprennent, en règle générale, les suivants : des retards par inadvertance dans le cadre de l'obtention des certificats matériels à l'égard des titres, le dépositaire qui ne disposait pas de directives et des incongruités se rapportant au cours ou à la quantité des titres.

Restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert

Exigences actuelles

La Règle 3.1 des RUIM prévoit que, sous réserve de certaines dispenses, ni un participant ni une personne ayant droit d'accès ne peut réaliser une vente à découvert en deçà du *dernier cours vendeur*. SRM reconnaît qu'en l'absence d'une agence de traitement de l'information, les renseignements quant aux opérations diffusés par certains marchés ne sont pas facilement intégrés dans les listes de données fournies par d'autres vendeurs de renseignements. Par conséquent, un participant ou une personne ayant droit d'accès fait face à des difficultés en pratique en vue de surveiller les ordres touchés et de garantir le respect des exigences de la Règle 3.1. Les systèmes de négociation de certains des marchés ont été conçus afin d'assurer le « respect par le système » de la restriction quant au cours dans le cadre de ventes à découvert. Si les renseignements quant aux opérations provenant de l'ensemble des marchés ne sont pas disponibles de manière opportune selon un format qui peut être facilement intégré dans le mécanisme du système de négociation, les systèmes de négociation ne peuvent restreindre avec exactitude les ventes à découvert selon des cours qui respecteront les exigences de la Règle 3.1.

SRM énonce, dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1^{er} septembre 2006) une interprétation administrative qui permettrait à un participant ou à une personne ayant droit d'accès, selon le cas, lorsqu'il ou elle établit le *dernier cours vendeur* d'un titre donné de se fier aux renseignements quant aux opérations provenant du « marché principal » en vue de la négociation de ce titre ou, lorsqu'il ou elle négocie sur un autre marché, le *dernier cours vendeur* sur cet autre marché, à la condition que cette opération sur l'autre marché ait été exécutée après la dernière vente sur le marché principal. SRM reconnaît que la faculté d'exécuter des ventes à découvert sur un marché autre que le marché principal moyennant un cours inférieur au *dernier cours vendeur* sur le marché principal peut avoir pour effet d'orienter l'activité de vente à découvert vers des marchés autres que le marché principal. Toutefois, SRM estimait que cette interprétation pouvait être soutenue pendant la période initiale suivant le lancement de multiples marchés concurrentiels, quoiqu'un examen plus approfondi ait été entrepris de l'ensemble des dispositions régissant la réalisation d'une vente à découvert sur un marché.

Abrogation proposée des restrictions quant au cours

Les modifications proposées abrogeraient l'ensemble des restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être réalisée. Les modifications proposées seraient à l'instar des mesures prises par la SEC en vue de supprimer les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert aux États-Unis.

Même si les restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être exécutée seraient abrogées aux termes des modifications proposées, l'exigence de désigner un ordre comme étant « à découvert » serait maintenue. La désignation des ordres permettrait à SRM de surveiller l'incidence des ventes à découvert sur le cours et d'intervenir s'il semblait que les ventes à découvert étaient entreprises à une fin manipulatrice et trompeuse ou à tout autre fin

irrégulière. L'exigence continue de désigner les ordres comme étant « à découvert » constitue un élément clé de la proposition de remplacer le relevé consolidé des positions à découvert. (Consulter la rubrique « Relevés de positions à découvert » aux pages 31 à 33.)

Ainsi qu'il a été observé ci-dessus, la doctrine et les études réalisées par la SEC ont confirmé que l'élimination des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert entraînera une plus faible volatilité des cours à l'égard des titres de sociétés « à forte capitalisation » et une volatilité accrue à l'égard des titres de sociétés « à faible capitalisation ». En conséquence, la suppression des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert devrait avoir une incidence mineure sur la surveillance de l'activité de négociation à la TSX puisque 91,2 % des transactions à la TSX au mois de mars et d'avril 2007 ont eu lieu relativement à des titres qui seraient admissibles comme *titres très liquides*. En revanche, pendant cette période, seulement 24,6 % de la négociation à la BC-TSX et aucune de la négociation sur CNQ ne visait un titre qui serait admissible comme *titre très liquide* selon la définition aux termes des RUIM. La tendance vers une volatilité accrue des cours relativement à des titres peu liquides à la BC-TSX et sur CNQ serait atténuée par l'exploitation du système de tenue du marché qui exige que les teneurs de marché conservent un marché bilatéral assorti d'objectifs convenus quant aux écarts. En outre, la TSX, la BC-TSX et CNQ se sont dotées de « paramètres de cours » qui « gèlent » temporairement l'activité de négociation visant un titre si l'évolution du cours par rapport au *dernier cours vendeur* excède certains montant préétablis.

Moins le marché est liquide plus l'effort relatif qui doit être déployé est important en vue de surveiller l'activité de négociation aux fins de la conformité aux règles d'intégrité du marché. Compte tenu de la proportion d'activité que représentent les titres très liquides sur chaque marché, la suppression des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert ne devrait avoir qu'une incidence mineure sur la production d'alertes statistiques en matière de négociation relativement à l'activité de négociation à la TSX. En revanche, la volatilité accrue relativement à la majorité des titres à la BC-TSX pourrait éventuellement entraîner un nombre plus important d'alertes statistiques en matière de négociation. Les alertes supplémentaires qui seraient produites devraient cerner des cas possibles de pratiques de négociation manipulatrices et trompeuses. Toutefois, il y a lieu de se rendre à l'évidence que la production accrue d'alertes relativement à des titres moins liquides pourrait signifier que les coûts associés à la réglementation des marchés « à faible capitalisation » pourraient augmenter en conséquence des modifications du nombre d'alertes produites.²²

Solutions de rechange envisagées

La raison d'être initiale qui sous-tendait la politique relative aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert consistait à prévenir une pression indue à la baisse sur le cours de négociation d'un titre déterminé de la part de « vendeurs » qui n'étaient pas propriétaires du titre. SRM est consciente du fait qu'en réaction aux conclusions de l'Étude SHO, la SEC a éliminé les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, et ce, de façon

²² Pendant le mois d'avril 2007, une alerte statistique quant à la négociation a été produite à l'égard de chaque tranche de 412,3 opérations à la TSX comparativement à chaque 24,9 opérations réalisées à la BC-TSX. Il est impossible de prédire avec précision la mesure dans laquelle il y aura une incidence sur la production du nombre d'alertes d'un marché existant à un autre.

générale.²³ Le personnel de SRM était d'avis que les résultats de l'Étude SHO devraient être appliqués avec prudence dans le contexte canadien compte tenu des réalités suivantes :

- les différences marquées quant à la capitalisation boursière et la liquidité à l'égard de titres inclus dans l'Indice Russell 3000 aux États-Unis et les titres cotés à CNQ, la BC-TSX et même un nombre considérable de titres cotés à la TSX,²⁴
- la période visée par l'Étude SHO en était une de volumes et de nombres d'opérations en évolution rapide,²⁵
- les niveaux indiciels jusqu'à présent ont augmenté en règle générale tout au long de la période de l'Étude SHO et il n'y a eu aucun événement grave entraînant une « pression sur le marché » au cours de la période de l'Étude SHO.²⁶

En particulier, SRM observerait les différences de liquidité à l'égard des titres inscrits à la cote de la TSX, de la BC-TSX et de CNQ comparativement à la liquidité de titres inscrits à la cote de la Bourse de New York.

Marché	Période / pourcentage de changement	Titres inscrits à la cote	Moyenne quotidienne par titre inscrit à la cote		
			Valeur	Volume	Opérations
TSX	Avril 2005	1 862	1 925 470 \$	113 864	93,3
	Avril 2007	2 104	2 950 511 \$	188 983	198,5
	Pourcentage de changement	13,0 %	53,2 %	66,0 %	112,8 %
BC-TSX	Avril 2005	2 023	24 069 \$	32 645	5,5
	Avril 2007	2 277	105 676 \$	112 989	18,7
	Pourcentage de changement	12,6 %	339,1 %	246,1 %	240,4 %

²³ Les modifications apportées par la SEC interdiraient l'application de restrictions au cours dans le cadre de ventes à découvert des quelque 67 000 émetteurs dont les titres sont négociés hors bourse et qui ne sont pas par ailleurs assujettis aux restrictions quant au cours de la Règle dite Rule 10a01.

²⁴ Par exemple, en date du 30 avril 2007, la capitalisation boursière moyenne d'un émetteur compris dans l'Indice Russell 3000 était de 84,648 milliards de dollars US et la capitalisation boursière médiane était de 1,201 milliards de dollars US. Comparativement, la capitalisation boursière de la composante la plus importante de l'Indice composé S&P/TSX en date du 30 avril 2007 était d'environ 73,713 milliards (dollars canadiens). La capitalisation boursière moyenne d'un élément constitutif de l'Indice S&P/TSX 60 était d'environ 1,352 milliards de dollars canadiens et la capitalisation boursière médiane se situait à environ 1,899 milliards de dollars canadiens. Pour le mois d'avril 2007, la TSX a déclaré un taux de rotation des titres en portefeuille annualisé de 77,6 % comparativement à un taux de rotation des titres en portefeuille de 114 % pour le NYSE Group (y compris NYSE Arca). Pour le mois d'avril 2005, le Groupe TSX a déclaré un taux de rotation des titres en portefeuille annualisé de 63,3 % comparativement à 120 % pour le NYSE Group.

²⁵ Par exemple, au mois d'avril 2007, la négociation à la TSX était d'une valeur de 124,2 milliards de dollars et un volume de 7,9 milliards d'actions était issu de 8 357 352 opérations. Au mois d'avril 2005, la négociation à la TSX avait une valeur de 75,3 milliards de dollars et un volume de 4,45 milliards d'actions était issu de 3 649 847 opérations. Comparativement, au mois d'avril 2007, la négociation à la Bourse de New York avait une valeur de 1 956 milliards de dollars US et un volume de 47,9 milliards d'actions était issu de 139 720 720 opérations. Au mois d'avril 2005, la négociation à la Bourse de New York avait une valeur de 1 554 milliards de dollars US et un volume de 45,3 milliards d'actions était issu de 77 745 000 opérations.

²⁶ Au cours de la période entre mai 2005 et avril 2007, l'Indice Russell 3000 a augmenté d'environ 16,24 % pour ce qui est du rendement annualisé. Comparativement, l'Indice composé S&P/TSX est passé de 9 369,3 à la clôture à la fin du mois d'avril 2007 à 13 416,7 à la clôture le 30 avril 2007, soit une augmentation annualisée d'environ 20 %.

Marché	Période / pourcentage de changement	Titres inscrits à la cote	Moyenne quotidienne par titre inscrit à la cote		
			Valeur	Volume	Opérations
CNQ	Avril 2005	44	5 732 \$	20 448	1,4
	Avril 2007	73	13 147 \$	21 192	2,0
	Pourcentage de changement	65,9 %	129,4 %	3,6 %	42,9 %
NYSE Group	Avril 2005	2 707 ²⁷	27 336 535 \$ US	796 825	1 377
	Avril 2007	2 782 ²⁷	35 146 118 \$ US	860 644	2 511
	Pourcentage de changement	2,8 %	17,59 %	8,0 %	82,4 %

Afin de tenir compte de ces préoccupations, particulièrement en ce qui a trait à la négociation de titres dotés d'une liquidité limitée, SRM se propose d'entreprendre une étude empirique de l'incidence de la suppression des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert et des autres changements compris dans les modifications proposées relativement à :

- l'activité de négociation;
- les taux d'échec dans le cadre des règlements des opérations;
- la capacité de dépister des opérations manipulatrices ou trompeuses dans des cas où des ventes à découvert abusives se sont produites.

Pour de plus amples renseignements sur l'étude proposée, veuillez consulter la sous-rubrique intitulée « Étude d'impact » de la rubrique intitulée « Répercussions technologiques et plan de mise en œuvre » aux pages 34 et 35.

Le personnel de SRM a envisagé plusieurs modifications au régime actuel des restrictions quant au cours, qui constitueraient des solutions de rechange à la suppression intégrale des restrictions quant au cours. Au nombre des modifications envisagées par le personnel, il y avait les suivantes :

- l'élargissement des catégories de titres qui seraient dispensés des restrictions quant au cours;
- la simplification des modes d'établissement du cours en deçà duquel une vente à découvert ne pourrait être réalisée.

Dispenses supplémentaires

Le personnel de SRM a envisagé d'élargir la liste des titres qui seraient dispensés des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, et ce, afin d'inclure un *titre très liquide* ou un titre qui a été désigné par SRM. La dispense à l'égard d'un *titre très liquide* aurait été à l'instar de la dispense semblable des restrictions quant au cours dans le cadre des activités de stabilisation et de compensation du marché aux termes de la Règle 7.7. La raison

d'être en matière de politique qui sous-tend une telle dispense est qu'il est difficile de manipuler le cours (soit à la hausse dans le cas de la stabilisation ou de la compensation du marché soit à la baisse dans le cas d'une vente à découvert) d'un titre qui est suffisamment liquide.

Au 30 avril 2007, il y avait un total de 463 titres inscrits à la cote qui étaient admissibles en tant que *titres très liquides*, dont 430 étaient cotés à la TSX (lesquels comptaient pour 20,4 % des 2 104 titres alors cotés à la TSX) et 33 à la BC-TSX (soit uniquement 1,4 % des 2 277 titres alors cotés à la BC-TSX). Toutefois, les titres inscrits à la cote de la TSX qui étaient admissibles en tant que *titres très liquides* au 30 avril 2007 comptaient pour environ 91,2 % des transactions à la TSX pendant les mois de mars et d'avril 2007 et à environ 96 % de la valeur des transactions à la TSX au cours de la même période. Les titres inscrits à la cote de la BC-TSX qui étaient admissibles en tant que *titres très liquides* au 30 avril 2007 comptaient pour environ 24,6 % des transactions à la BC-TSX au cours des mois de mars et d'avril 2007 et pour environ 37,5 % de la valeur des transactions à la BC-TSX au cours de la même période. La mise en œuvre d'une dispense à l'égard d'un *titre très liquide* aurait permis la réalisation de ventes à découvert à l'égard de titres qui comptent pour la majorité écrasante de l'activité de négociation à la TSX et pour une partie importante de l'activité de négociation à la BC-TSX. Les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert auraient continué de s'appliquer à ces titres inscrits à la cote de la TSX, de la BC-TSX et de CNQ qui sont moins liquides et, par conséquent, davantage susceptibles d'influences « factices » ou « excessives » quant au cours.

Le personnel de SRM a également envisagé de prévoir que SRM pourrait désigner des titres supplémentaires comme étant dispensés des restrictions quant au cours dans des cas qui s'imposaient. En particulier, le personnel était conscient du fait que, si la liquidité sur les marchés canadiens continuait à s'améliorer à tel point que la liquidité améliorée constituerait une caractéristique « permanente » des marchés (en conséquence de facteurs tels que l'augmentation de l'accès direct pour les clients institutionnels et au détail, la dépendance accrue sur la négociation algorithmique et l'augmentation de l'activité d'arbitrage entre des marchés concurrentiels), il y avait peut-être tout lieu de désigner l'ensemble des titres inscrits à la cote comme étant dispensés des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert (et d'aborder l'utilisation possible à mauvais escient des ventes à découvert en ayant recours à des règles régissant les activités manipulatrices et trompeuses).

L'avantage découlant de cette optique était qu'elle n'exposait pas les titres non liquides à une pression de vente excessive, ainsi éliminant le besoin de surveiller les ventes à découvert réalisées en deçà du *dernier cours vendeur* afin d'en vérifier les effets manipulateurs ou trompeurs. Toutefois, de l'avis de SRM, les contrôles existants au sein du système de SRM en vue d'enrayer les comportements manipulateurs et trompeurs sont suffisamment solides afin de traiter efficacement toutes ventes à découvert moyennant des cours qui étaient antérieurement interdits en vertu de la Règle 3.1.

Les désavantages découlant de cette méthodologie se rapportent principalement aux répercussions sur les systèmes et aux coûts permanents en matière de conformité. Chacun des marchés actuels assure au moyen de ses systèmes le respect des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert. L'incidence de cette solution de rechange aurait exigé une programmation considérable de la part des marchés, le tout assorti d'une exigence de

²⁷ Fondé sur les inscriptions au 31 décembre.

surveillance des titres qui étaient admissibles en qualité de *titres très liquides*. Si un ou plusieurs des marchés choisissaient de ne pas assurer le respect, au moyen du système, des restrictions quant au cours, le fardeau aurait été transféré aux participants et aux personnes ayant droit d'accès (ou à leurs fournisseurs de service). Dans ce cas, dans la mesure où un participant ou une personne ayant droit d'accès n'était pas en mesure de surveiller les dispenses, des possibilités éventuelles de négociation pourraient avoir été manquées.

Simplification de l'établissement des restrictions quant au cours

Le personnel de SRM a envisagé plusieurs options à la simplification de la conformité aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, notamment les suivantes :

- prévoir qu'en l'absence d'une agence de traitement de l'information, l'établissement du *dernier cours vendeur* puisse s'effectuer en fonction des opérations sur le « marché principal »;
- remplacer le critère du *dernier cours vendeur* par une restriction comme quoi l'ordre ne peut être saisi moyennant un cours inférieur au *meilleur cours acheteur* au moment de la saisie de l'ordre (et que toute modification ultérieure de l'ordre ne puisse réduire le cours de l'ordre à un cours qui est inférieur au *meilleur cours vendeur* au moment de la modification de l'ordre).

Ces deux options ont été envisagées dans le contexte de la conformité aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert dans un milieu caractérisé par de multiples marchés. Puisque chacun des marchés assure actuellement le respect, au moyen d'un système, des restrictions quant au cours en renvoyant au moins au « marché principal », l'utilisation du *dernier cours vendeur* uniquement du marché principal aurait été la solution la plus simple à mettre en œuvre. Toutefois, il n'existe aucune exigence que les marchés assurent le respect au moyen du système des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert. La deuxième option prise en ligne de compte par le personnel de SRM envisageait la possibilité que, si le cours de l'ordre au moment de la saisie ou de la modification était conforme au marché alors existant, il n'y aurait aucune tentative évidente de la part d'un vendeur à découvert de réduire davantage le cours. De l'avis du personnel de SRM, l'élimination des critères fondés sur le *dernier cours vendeur* aiderait les participants et les personnes ayant droit d'accès à gérer les ordres touchés et favoriserait la mise en place par les marchés de systèmes de négociation en mesure d'appliquer, au moyen du système, les restrictions quant au cours imposées par les règles.

La proposition visant à simplifier l'établissement des restrictions quant au cours était liée aux propositions visant à fournir des dispenses supplémentaires des restrictions quant au cours. Les conseils qu'a reçus le personnel de SRM ont été que tous avantages qui pourraient découler de la simplification de l'établissement des restrictions quant au cours n'étaient pas compensés par les fardeaux perçus découlant de l'administration d'un régime de dispense élargi.

Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de titres intercotés

SRM avait indiqué à la fois au Groupe de travail et aux autorités de reconnaissance que, si la SEC allait de l'avant avec les modifications proposées à la Règle dite Rule 10a-1 et au Règlement dit Regulation SHO visant à supprimer les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert sur les marchés américains, un redressement comparable serait peut-être tenu d'être accordé afin d'autoriser des ventes à découvert sur un marché en l'absence de restrictions quant au cours si le titre était intercoté à une bourse aux États-Unis. Le fait d'avoir une norme résolument différente à l'égard de ventes à découvert sur un marché par rapport à des opérations visant le même titre sur un marché organisé réglementé aux États-Unis placerait les marchés à un désavantage concurrentiel.

Le 13 juin 2007, la SEC a approuvé des modifications visant à supprimer les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert ainsi qu'il est prévu à la Règle dite Rule 10a-1 ainsi que de tout critère quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de tout organisme d'autoréglementation.²⁸ En outre, les modifications interdisent à tout organisme d'autoréglementation de se doter d'un critère quant au cours. Ces modifications sont entrées en vigueur le 3 juillet 2007, la date de conformité indiquée étant du 6 juillet 2007.

En fonction des statistiques de négociation des marchés canadiens pour le mois d'avril 2007, les titres intercotés à une bourse aux États-Unis comptent pour environ 55 % de la valeur des titres négociés et environ 30 % du volume des titres négociés. En outre, environ 25 % des transactions sur un marché canadien comportent une vente à découvert (y compris des ventes qui sont admissibles comme « ventes à découvert dispensées » des restrictions quant au cours aux termes de la Règle 3.1 des RUIM). Ces chiffres indiquent la mesure importante dans laquelle la négociation sur les marchés canadiens pourrait s'en ressentir d'une décision de la SEC de supprimer les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert.

Compte tenu de la décision de la SEC de supprimer les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, SRM a accordé, avec prise d'effets le 6 juillet 2007, une dispense des restrictions quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert aux termes de la Règle 3.1 des RUIM à l'égard de titres intercotés sur une bourse aux États-Unis.²⁹ Si un titre est coté à une bourse et est également coté à une bourse aux États-Unis, une vente à découvert du titre peut être saisie sur tout marché qui utilise la désignation des « ventes à découvert dispensées ». Les titres qui se négocient sur un réseau de communications électronique aux États-Unis mais qui ne sont pas par ailleurs cotés à une bourse³⁰ aux États-Unis ne sont pas admissibles à la dispense.

²⁸ Pour un exposé des diverses modifications approuvées par la SEC le 13 juin 2007, se reporter à la rubrique intitulée « Modifications approuvées au Règlement dit Regulation SHO et aux exigences en matière de déclaration des positions à découvert » aux pages 12 et 13.

²⁹ Pour un exposé davantage détaillé de la dispense, il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-014 – *Orientation – Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés* (6 juillet 2007).

³⁰ Une bourse est un marché qui est inscrit en tant que « bourse » aux termes de la loi intitulée *Exchange Act of 1933* (États-Unis). En particulier, il y a lieu d'observer qu'un réseau de communications électronique, le Bulletin Board et les Pink Sheets NE constituent PAS une « bourse ».

Si un marché déterminé n'accepte pas la désignation de « vente à découvert dispensée », l'ordre doit être désigné comme étant « à découvert ». Dans ce cas, si le marché a assuré la conformité au moyen de l'application du système aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, le marché peut suspendre l'application automatique des restrictions quant au cours à l'égard de titres visés par la dispense. Si un marché n'est pas en mesure de suspendre l'application automatique des restrictions quant au cours à l'égard de titres visés par la dispense, les ventes à découvert des titres dispensés sur ce marché seront exécutées moyennant un cours qui n'est pas inférieur au *dernier cours vendeur* du titre.

Puisque la dispense des restrictions quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert à l'égard de titres qui sont intercotés sur une bourse aux États-Unis constitue une exception à une catégorie d'opérations, l'assentiment des autorisés de reconnaissance a été obtenu conformément à la Règle 11.1. La dispense viendra à échéance au moment de la prise d'effet des modifications proposées suivant l'approbation par les autorités de reconnaissance et au moment du retrait des modifications proposées de l'examen des autorités de reconnaissance.

Restrictions supplémentaires applicables aux ventes à découvert

Définition d'un titre inadmissible à une vente à découvert

Les modifications proposées permettraient à l'autorité de contrôle du marché de désigner un titre déterminé ou une catégorie de titres comme étant inadmissibles à une vente « à découvert ». Cette disposition aurait pour objectif de prévoir une souplesse supplémentaire pour que l'autorité de contrôle du marché puisse réagir à l'évolution de la négociation d'un titre déterminé ou d'une catégorie de titres si les taux de transactions échouées, de l'avis de l'autorité de contrôle du marché, deviennent excessifs.³¹

Avec prise d'effet le 1^{er} avril 2005, les dispositions de la Politique 2.2 concernant l'apparence fautive ou trompeuse d'une activité de négociation ou un cours factice ont été modifiées afin de prévoir expressément que « le fait de saisir un ordre de vente d'un titre sans, au moment de la saisie de l'ordre, avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre »³² constituerait une activité manipulatrice et trompeuse. La disposition n'exige pas que le courtier fasse une « affirmation positive » qu'il a la faculté de régler l'opération mais seulement qu'il ait une « attente raisonnable » au moment de la saisie de l'ordre. Essentiellement, un participant peut saisir une vente à découvert d'un titre jusqu'au moment où il sait, ou devrait raisonnablement savoir, qu'il ne peut plus emprunter les titres en vue d'effectuer le règlement. Les Règles de négociation des ACVM contiennent des interdictions comparables à l'égard de toute négociation qui n'est pas assujettie aux RUIM.³³

³¹ Au moment de la rédaction des RUIM, la CDNX avait la règle C.2.12 qui prévoyait ce qui suit : « [TRADUCTION] La bourse, peut, chaque fois qu'elle établit que la conjoncture du marché le justifie, prévoir une interdiction de procéder à des ventes à découvert. » Une disposition comparable n'a pas été intégrée aux RUIM au motif que les dispositions générales enrayant les ventes à découvert abusives rendaient la disposition superflue. Compte tenu de l'expansion projetée des dispenses des restrictions quant au cours se rapportant aux ventes à découvert, la faculté de l'autorité de contrôle du marché de freiner les ventes à découvert visant un titre déterminé qui fait preuve d'échecs persistants quant au règlement peut s'avérer nécessaire.

³² Alinéa h) de l'article 2 de la Politique 2.2.

³³ Voir le sous-alinéa 3.1(3)g) de l'Instruction générale relative au Règlement 23.101 sur les règles de négociation.

Le 1^{er} octobre 2007, le *Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations institutionnelles* entrera en vigueur. Ce règlement exige des courtiers inscrits qu'ils établissent, conservent et appliquent des politiques et procédures conçues afin de faciliter le règlement des opérations au plus tard à la date de règlement standard. Afin d'établir si un participant avait une « attente raisonnable de règlement » d'une transaction aux fins de la Politique 2.2, SRM tiendrait compte du fait que le participant se conformait aux politiques et procédures adoptées conformément aux exigences prévues par le Règlement 24.101.

De l'avis de SRM, les modifications apportées à la Politique 2.2 qui sont entrées en vigueur le 1^{er} avril 2005 devraient interdire la vente à découvert dans des soit-disant cas de la « spirale de la mort ». Historiquement, une « spirale de la mort » se produisait lorsqu'un émetteur subissait certains types d'arrangements ou de restructurations du capital (y compris la conversion volontaire ou involontaire de créances à une catégorie de titres de participation cotés en bourse) lesquels liaient les ratios de conversion ou de restructuration au cours du titre à émettre. Au fur et à mesure que le cours du titre coté en bourse chutait, le nombre de titres à émettre augmentait. En prévision de la réception de titres cotés supplémentaires au parachèvement de l'opération, les épargnants vendaient le titre à découvert coté en bourse à découvert sur le marché, ce qui entraînait une pression supplémentaire à la baisse sur le cours du titre coté en bourse. Puisque les titres qui seraient susceptibles d'émission dans le cadre de l'arrangement ou de la restructuration ne seraient pas disponibles afin de régler les ventes dans le cours ordinaire, les ventes seraient jugées constituer des « ventes à découvert » aux fins des RUIM.

Si, en fonction des rapports de transactions échouées présentés à SRM conformément à la Règle 7.11 aux termes des modifications proposées ou d'autres sources de renseignements, SRM a connaissance de manquements systématiques de régler des transactions visant un titre déterminé ou une catégorie de titres qui se rapportaient à une activité de vente à découvert, la modification proposée permettrait à SRM de désigner le titre déterminé ou la catégorie de titres comme étant inadmissible à une vente à découvert. Une désignation visant à interdire la vente « à découvert » d'un titre déterminé ou d'une catégorie de titres ne serait faite par SRM qu'avec l'assentiment des autorités de reconnaissance.

Les résultats de l'« Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens » indiquaient que la majorité des transactions échouées découlaient d'un retard ou d'une erreur d'ordre administratif. Pour ce motif, SRM n'est pas en faveur de la méthode adoptée aux États-Unis. (Il y a lieu de consulter la rubrique intitulée « Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens » aux pages 15 et 16.)

Levée d'options, et exercice de droits et bons de souscription

Aux termes de la définition d'une *vente à découvert* à la Règle 1.1 des RUIM, un vendeur est réputé propriétaire d'un titre dans plusieurs circonstances, notamment si le vendeur :

- est propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire, d'un autre titre qui est susceptible de conversion ou d'échange en ce titre et qu'il a déposé un autre titre pour le convertir ou l'échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre;

- est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et à lever l'option;
- est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription.

Les modifications proposées préciseraient les circonstances dans lesquelles un vendeur serait réputé avoir « converti » ou « échangé » des titres, ou « levé » une option ou « exercé » un droit ou un bon de souscription, aux fins de la définition. Aux termes des modifications proposées, le vendeur doit avoir pris toutes les mesures nécessaires afin d'avoir légalement droit au titre, notamment en ayant :

- effectué tout paiement requis;
- présenté à la personne qui s'impose tous formulaires ou avis requis;
- remis, le cas échéant, à la personne indiquée tous certificats à l'égard de titres devant être convertis, échangés ou faire l'objet d'une levée ou d'un exercice.

Si le vendeur n'a pas pris l'ensemble des mesures nécessaires afin d'avoir légalement droit au titre, il est réputé effectuer une vente à découvert.

Modification et annulation de transactions après leur exécution

Les modifications proposées ajouteraient une exigence qu'une transaction ne pourrait être annulée ou modifiée (pour ce qui est du cours de la transaction, du volume de la transaction ou de la date du règlement de la transaction) sauf si l'annulation ou la modification a été effectuée par :

- SRM conformément aux RUIIM;
- avis transmis à SRM immédiatement après la modification ou l'annulation de la transaction selon la teneur et de la manière exigées par SRM.

Avant le règlement de la transaction, chaque participant ou personne ayant droit d'accès qui est partie à la transaction ne peut convenir d'une annulation ou d'une modification de la transaction (pour ce qui est du cours de la transaction, du volume de la transaction ou de la date du règlement de la transaction) sauf conformément aux procédures et par l'intermédiaire des installations offertes par le marché sur lequel a été exécutée la transaction ou de la chambre de compensation par l'entremise de laquelle la transaction est ou devait être compensée et réglée. Le recours aux procédures et aux installations fournies par le marché ou la chambre de compensation garantira que les renseignements concernant l'annulation ou la modification puissent être diffusés aux vendeurs d'information qui s'imposent.

L'ajout de l'exigence de notification ne devrait pas imposer, dans le cours ordinaire, un fardeau administratif plus important à un participant ou à une personne ayant droit d'accès. La pratique actuelle pour un participant ou une personne ayant droit d'accès consiste à communiquer avec CDS en vue de faire l'ajout, la modification ou l'annulation de transactions avant le règlement. CDS signale ces modifications ou annulations au marché en vue d'un examen et, à son tour, le marché transmet le rapport à SRM. Si SRM parvient à la conclusion qu'il n'y a aucunes

préoccupations en matière d'intégrité du marché et convient de la modification, le marché modifie le registre officiel de la transaction. Toutefois, si l'annulation ou la modification de la transaction s'effectue après le règlement de la transaction par la chambre de compensation, l'avis de l'annulation ou de la modification de la transaction doit être fourni à SRM par chaque participant et personne ayant droit d'accès qui est partie à la transaction.

La modification a pour objectif de garantir que la modification ou l'annulation de la transaction ne s'effectue pas à l'extérieur des processus habituels des marchés et de CDS sauf si SRM est avisée de la modification ou de l'annulation et a la possibilité d'examiner la modification aux fins de vérifier s'il existe des préoccupations éventuelles en matière d'intégrité du marché. L'avis d'une annulation ou d'une modification d'une transaction permettra à SRM ou à un autre fournisseur de services de réglementation de garantir que l'annulation ou la modification de la transaction s'effectue pour un motif valable et non dans le cadre d'une pratique de négociation manipulatrice ou trompeuse (y compris la fixation d'un cours qui permettrait qu'une autre activité de négociation soit alors réalisée en conformité théorique avec les RUIM ou les autres exigences des autorités en valeurs mobilières).

Traitement des transactions échouées

Déclaration d'une transaction échouée

Les autorités en valeurs mobilières ont généralement une préoccupation concernant la relation qui existe entre les transactions échouées et la préservation de l'intégrité du marché. Présentement, aux termes des RUIM, un participant ou une personne ayant droit d'accès n'est pas tenu de signaler à un fournisseur de services de réglementation ou à un autre organisme de réglementation l'existence d'une « transaction échouée ». Afin de s'assurer que la piste de vérification à l'égard de toute transaction est exacte et que SRM dispose de suffisamment de renseignements afin d'évaluer si une activité de négociation a été réalisée conformément aux RUIM et aux autres exigences réglementaires, les modifications proposées ajouteraient une exigence que chaque participant ou personne ayant droit d'accès serait tenu de déclarer à SRM ou à un autre fournisseur de services de réglementation le fait qu'une transaction, qui n'a pas été réglée à la date de règlement, demeure non résolue 10 jours de bourse suivant la date de règlement. Ces rapports permettraient également à SRM ou à un autre fournisseur de services de réglementation d'établir si la transaction n'a pas été réglée pour un motif « irrégulier » (par exemple si une vente a été exécutée comme vente à découvert non déclarée).

Une fois qu'un rapport initial d'une « transaction échouée » a été déposé auprès de SRM, le participant ou une personne ayant droit d'accès serait tenu de déposer un deuxième rapport une fois que le compte a remédié au défaut. De cette manière, SRM sera en mesure de surveiller les tendances relatives aux « transactions échouées » y compris les mesures qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès peut prendre afin de rectifier le défaut. SRM se servirait des renseignements tirés des rapports afin de prendre une décision à savoir si un titre déterminé devrait être désigné comme *titre inadmissible à une vente à découvert*. (Veuillez consulter la rubrique intitulée « Définition d'un *titre inadmissible à une vente à découvert* » aux pages 24 et 25.)

SRM s'attend à ce que tant le rapport initial d'une transaction échouée que le rapport du dénouement de la position serait déposé électroniquement auprès de SRM selon une forme normalisée qui permettrait à SRM de rassembler les renseignements dans une base de données aux fins d'analyse. Les modifications proposées prévoient que ces rapports doivent être déposés au moment qu'exige SRM. Pour l'heure, SRM s'attendrait à ce que le rapport initial soit fourni à SRM le onzième jour de bourse suivant l'« échec » et que le rapport « de dénouement » serait fourni à SRM le jour de bourse suivant la rectification du défaut. (Veuillez consulter la rubrique intitulée « Répercussions technologiques et plan de mise en œuvre » aux pages 34 à 38.)

Ainsi qu'il est indiqué dans les résultats de l'« Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens », les transactions échouées comptaient pour uniquement 0,27 % du nombre global de transactions exécutées. En outre, l'Étude est parvenue à la conclusion que la cause principale des transactions échouées relevaient du retard ou de l'erreur d'ordre administratif et qu'environ 96 % des transactions échouées étaient réglés dans les 10 jours de bourse après la date de règlement « prévue ». En prévoyant une obligation de communication de renseignements après 10 jours de bourse ainsi qu'il est suggéré dans les modifications proposées, SRM s'attendrait à ce que les participants et les personnes ayant droit d'accès modifient leurs politiques et procédures en vue d'optimiser le taux de règlement avant d'être assujetties à l'obligation de communication de renseignements.³⁴ En fonction des résultats de l'Étude, SRM s'attendrait à ce qu'un rapport soit nécessaire dans le cadre d'environ 0,01 % des transactions.

SRM a envisagé la mise en œuvre de « listes de transactions échouées » à l'instar des exigences aux termes du Règlement dit Regulation SHO aux États-Unis. Toutefois, compte tenu des taux généralement plus faibles d'échec des transactions au Canada et de l'absence d'un lien direct entre les ventes à découvert et les transactions échouées, SRM a proposé une obligation davantage directe de communiquer les transactions échouées déterminées.³⁵ SRM reconnaît que l'exigence de signaler des « transactions échouées » imposerait un fardeau administratif supplémentaire aux participants et aux personnes ayant droit d'accès. Toutefois, ce fardeau supplémentaire sera imposé à l'égard d'un nombre statistiquement inconséquent de transactions et peut être compensé par l'élimination de l'obligation de préparer et de déposer le relevé consolidé des positions à découvert deux fois par mois.³⁶ En outre, il y a lieu d'observer que le participant qui est partie à la transaction échouée déterminée est celui à qui le fardeau administratif est imposé. De l'avis de SRM, l'imposition d'un fardeau à un participant déterminé est préférable à la méthodologie préconisée aux États-Unis qui prévoit l'ajout d'un titre à une « liste de transactions échouées », ce qui entraîne des fardeaux administratifs et de conformité

³⁴ L'Étude indiquait que les procédures « de rachat d'office » de CDS ou des marchés n'étaient invoquées que dans 4 % des transactions échouées faisant intervenir des participants à l'Étude. Se reporter à la rubrique « Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens » aux pages 15 et 16. Le recours aux procédures de rachat d'office afin de dénouer des positions d'échec peut devenir davantage courant afin d'éviter de déclencher les exigences en matière de communication de renseignements se rapportant à des transactions échouées qui seraient mises en œuvre par les modifications proposées.

³⁵ Se reporter à la rubrique intitulée « Groupe de travail des ACVM/OAR sur les questions liées aux ventes à découvert et aux transactions échouées » aux pages 12 et 13 et à la rubrique intitulée « Étude statistique des transactions échouées sur les marchés canadiens » aux pages 15 et 16.

³⁶ Se reporter à la rubrique intitulée « Relevés sur les positions à découvert » aux pages 31 à 33.

imposés à l'ensemble des courtiers qu'ils aient ou non participé aux transactions échouées visant le titre déterminé.

Définition d'une transaction échouée

Les modifications proposées définiraient une *transaction échouée* comme une transaction découlant de l'exécution d'un ordre saisi par un participant ou une personne ayant droit d'accès sur un marché pour un compte qui

- dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis;
- dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut :
 - soit de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis,
 - soit de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès afin d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis;
- dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis

afin de permettre le règlement de la transaction à l'heure et à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction. La définition confirme également qu'une transaction est considérée constituer une *transaction échouée* indépendamment de son règlement conformément aux règles ou exigences de la chambre de compensation. La définition mesure l'existence d'une *transaction échouée* au niveau du compte et le défaut du titulaire du compte dans le respect des obligations de règlement qui lui incombent. Par exemple, si un participant « manque » de régler à la fois l'achat et la vente d'une quantité déterminée d'un titre donné, la position du participant auprès de la chambre de compensation peut être « exacte » en conséquence du règlement net continu mais ils demeurent deux comptes qui ont fait défaut dans le cadre de leurs obligations de règlements. Si ce défaut devait perdurer pendant une période de dix jours de bourse au-delà de la date de règlement habituelle, chacun des comptes serait jugé avoir eu une *transaction échouée*.

Disposition en vue de l'annulation d'une transaction échouée

D'un point de vue de politique, l'un des objectifs des règles d'intégrité du marché consiste à s'assurer que l'ensemble des transactions exécutées sur un marché sont « valables » et que toutes ces transactions se règlent dans le cours ordinaire. Si un compte a fait défaut à l'égard des obligations de règlement qui lui incombent, ce défaut peut être indicatif d'un comportement irrégulier s'il n'y est pas remédié dans un délai raisonnable.

Afin d'encourager davantage l'exécution en temps opportun des obligations, les modifications proposées modifieraient la Règle 10.9 afin d'autoriser expressément un responsable de l'intégrité du marché d'annuler toute transaction qui constitue une transaction échouée à l'égard

de laquelle un avis a été transmis, ou aurait dû être transmis à l'autorité de contrôle du marché conformément à la Règle 7.11 si, de l'avis de ce responsable de l'intégrité du marché :

- le compte a omis de prodiguer des efforts diligents en vue de mettre en disponibilité les titres ou les sommes d'argent applicables ou de prendre des dispositions en vue de l'emprunt des titres applicables;
- il n'y a aucune perspective raisonnable qu'il sera remédié au défaut aux termes des règles, exigences ou procédures du marché sur lequel la transaction a été exécutée ou de la chambre de compensation par l'entremise de laquelle la transaction devait être réglée;
- l'annulation de la transaction s'impose en vue d'assurer un marché équitable et ordonné.

En particulier, cette disposition vise les moins que 2 % des transactions échouées qui ne sont pas résolues dans les 15 jours après la date de « règlement » attendue. Dans ces cas, SRM doit être convaincue qu'il existe un motif valable pour la continuation du défaut et qu'il ne s'agit pas simplement d'une tentative de « jouer sur » les cours futurs du titre en question. La disposition proposée n'est pas censée prévoir un mécanisme pour qu'un compte reçoive l'absolution à l'égard d'une « mauvaise transaction » mais est destinée à garantir l'exécution en temps opportun. Par exemple, si un compte a réalisé une vente à découvert et a omis de remettre les titres dans le cadre d'un règlement ordinaire, il ne serait pas acceptable de retarder davantage la remise des titres dans l'espoir que le cours d'un titre puisse diminuer davantage, et ainsi permettre à la position à découvert d'être couverte moyennant un cours encore plus bas.

Dispositions anti-évitement

Le facteur déclencheur de l'obligation de communication de renseignements à l'égard d'une transaction échouée est que le compte a été en défaut pendant une période de 10 jours de bourse après la date de règlement initiale de la transaction. Les modifications proposées apporteraient une modification consécutive à la Politique 2.1 en vue de confirmer que la saisie d'une opération ou d'une série d'opérations dans le but de « reclasser chronologiquement » le défaut de sorte à ce qu'une déclaration de la transaction échouée initiale ne serait pas tenue d'être déposée, serait considérée constituer une violation de l'exigence de faire preuve de transparence et de loyauté dans les affaires.

Relevés de positions à découvert

Traditionnellement, la TSX produisait un « relevé consolidé des positions à découvert » pour le compte des diverses bourses au Canada. Lorsque les RUIIM ont été adoptées en 2002, la Règle 10.10 exigeait des participants et des personnes ayant droit d'accès qu'ils préparent et déposent un relevé de positions à découvert deux fois par mois relativement aux positions à découvert à l'égard des titres négociés sur un marché. La TSX a continué à produire le relevé consolidé des positions à découvert pour rendre service à SRM et a également continué à

vendre celui-ci comme données sous forme de produit, et à le fournir à des émetteurs cotés en bourse sans frais.

SRM est d'avis que la préparation de ces relevés impose un fardeau administratif aux participants, aux personnes ayant droit d'accès et à la TSX. SRM observerait que le relevé consolidé des positions à découvert n'est pas utilisé de façon exhaustive par SRM à quelque fin réglementaire que ce soit puisque les renseignements qu'il contient sont d'une utilité réglementaire limitée. Présentement, le rapport coûte cher à la TSX à produire en raison de l'effort manuel important requis et, en conséquence, la TSX sera peut-être tenue d'augmenter le coût du rapport afin de récupérer ses dépenses associées à sa production et à sa diffusion. En outre, il existe des coûts importants en matière de conformité pour les participants et les personnes ayant droit d'accès qui doivent préparer et présenter les relevés de positions à découvert deux fois par mois.

De plus en plus, une préoccupation existe à savoir si le relevé consolidé des positions à découvert fournit une image complète ou utile de la position à découvert à l'égard d'un titre quelconque. En particulier, le relevé consolidé des positions à découvert ne tient pas compte de la position à découvert à l'égard de titres détenus par les personnes suivantes :

- des courtiers et des institutions étrangers ou établis aux États-Unis (ce qui est particulièrement pertinent puisque environ 54 % de la valeur de négociation et 30 % du volume au mois d'avril 2007 sur les marchés réglementés visaient des titres qui étaient intercotés avec les États-Unis);
- les courtiers au Canada qui ne sont pas des participants (c.-à-d., le courtier n'est pas membre d'une bourse, utilisateur d'un SCDO ou adhérent d'un SNP);
- les dépositaires ou autres établissements au Canada qui sont membres de CDS (et qui n'agissent pas par l'intermédiaire d'un compte tenu chez un participant).

En outre, présentement, le relevé consolidé des positions à découvert ne comprend pas la position à découvert à l'égard de titres qui sont inscrits à CNQ. Compte tenu du lancement imminent de marchés supplémentaires au Canada, SRM voudrait s'assurer que, si la décision est prise de conserver le relevé consolidé des positions à découvert existant ou une version élargie, ce rapport est véritablement « consolidé » et tient compte de la position à découvert à l'égard de titres négociés sur tous les marchés au Canada.

SRM a examiné la question à savoir si le relevé consolidé des positions à découvert dans son format actuel fournit des renseignements suffisamment utiles pour le marché, compte tenu des coûts et des efforts associés à sa production. SRM est d'avis qu'il existe des mécanismes de rechange afin de fournir des renseignements de manière opportune ou rentable (c.-à-d. la mesure dans laquelle des résumés périodiques produits par les marchés relativement à des « ventes à découvert » entreprises sur ces marchés en fonction de la désignation « à découvert » respecteraient les besoins des utilisateurs du relevé consolidé des positions à découvert tout en allégeant le fardeau administratif à la fois pour la TSX et les participants).

Comme solution de rechange, le relevé consolidé des positions à découvert pourrait être conservé et rendu plus utile en catégorisant la position à découvert comme étant « pleinement assurée », « couverte », « non assurée » ou « dénouant une vente à découvert », et ce, afin de tenir plus précisément compte de l'intérêt acheteur futur éventuel qui peut être nécessaire afin

de compenser la position à découvert au sein de tout compte. Toutefois, si le relevé consolidé des positions à découvert devait devenir davantage détaillé, les participants et les personnes ayant droit d'accès seraient également tenus de désigner leurs ordres d'une manière davantage détaillée que simplement utiliser les désignations « à découvert » ou « vente à découvert dispensée » qui sont présentement exigée. Il a également été suggéré que les désignations « pleinement assurée », « couverte », « non assurée » ou « dénouant une vente à découvert » soient affichées publiquement dans le cadre d'une diffusion en temps réel de l'exécution des transactions, plutôt que résumées dans un rapport qui est retardé. SRM est d'avis que les avantages de l'intégration de la totalité ou d'une partie des renseignements supplémentaires ci-dessus dans le relevé consolidé des positions à découvert, tout en rendant le rapport davantage utile, serait éclipsé par le coût plus élevé relié à la conformité pour les participants et les personnes ayant droit d'accès et, dans le cas de la désignation supplémentaire à l'égard des ordres, pourrait ne pas être pratique et nuire au traitement des ordres. En conséquence, SRM n'est pas favorable à l'expansion supplémentaire du relevé consolidé des positions à découvert.

Les modifications proposées abrogeraient l'exigence que soit préparé et déposé un relevé de positions à découvert aux termes de la Règle 10.10 des RUIIM. L'abrogation déchargerait les participants, les personnes ayant droit d'accès et la TSX des fardeaux administratifs à l'égard de la production et de la diffusion du rapport consolidé des positions à découvert. L'abrogation de la Règle 10.10 des RUIIM n'entrerait en vigueur que si le conseil est convaincu que des renseignements supplémentaires à l'égard des ventes à découvert exécutées sur un marché sont devenus généralement disponibles. Afin de remplacer le relevé consolidé des positions à découvert, SRM envisage la diffusion par des tiers de relevés sommaires périodiques des ventes à découvert réalisées sur les marchés à l'égard de titres déterminés. De l'avis du personnel de SRM, le relevé sommaire des ventes à découvert devrait être produit au moins à des intervalles bihebdomadaires, soit la durée visée par le relevé consolidé des positions à découvert actuel. En outre, le personnel de SRM est d'avis que la publication du relevé sommaire devrait être retardée de trois jours de bourse afin de permettre aux participants et aux personnes ayant droit d'accès de disposer de suffisamment de temps afin de corriger les désignations d'un ordre après la transaction. (Veuillez consulter la sous-rubrique intitulée « Abrogation de l'exigence de production de relevés de positions à découvert » sous la rubrique « Répercussions technologiques et plan de mise en œuvre » à la page 35.)

SRM est consciente du fait que, le 6 mars 2007, la SEC a approuvé des modifications proposées aux règles présentées par la NASD, la Bourse de New York et AMEX, lesquelles, entre autres, augmentent la fréquence des exigences en matière de déclaration des positions à découvert, les faisant passer de une fois par mois à deux fois par mois. Les modifications ne modifient pas par ailleurs les exigences en matière de déclaration des positions à découvert, y compris le genre de renseignements qui doivent être inclus dans ces relevés. Il y a également lieu d'observer que les obligations en matière de déclaration des ventes à découvert au Royaume-Uni, en Australie et à Hong Kong varient entre une déclaration quotidienne ou aucune déclaration sauf la désignation des transactions comme étant « à découvert ». Nonobstant ce fait, SRM estime que la diffusion des résumés de négociation à l'égard des ventes « à découvert » fournit la possibilité de faire ce qui suit :

- dégager les participants et les marchés d'un fardeau administratif permanent;

- fournir aux participants au marché des renseignements davantage opportuns et exacts à l'égard de l'activité de ventes à découvert visant des titres déterminés.

SRM reconnaît qu'afin de s'assurer que les données sommaires à l'égard de l'activité de négociation sous forme de ventes à découvert soient exactes, chaque participant et personne ayant droit d'accès serait tenu de s'assurer que ses politiques et procédures à l'égard de la désignation des ordres soient convenables et que les ventes à découvert soient correctement désignées même lorsque l'ordre ne serait pas assujéti à des restrictions quant au cours. Pour que les données sommaires puissent fournir des renseignements utiles et exacts, la pratique du regroupement des ventes « en compte » et « à découvert » dans certains cas devrait cesser et les participants et les personnes ayant droit d'accès pourraient être tenus de se doter de nouveaux processus afin de repérer et de corriger des ventes à découvert irrégulièrement désignées.

Désignations des ordres

Si la modification proposée visant à supprimer les restrictions quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert est approuvée, une modification consécutive doit être apportée aux exigences en matière de désignation des ordres aux termes de la Règle 6.2 afin de supprimer l'exigence qu'il y ait une désignation spéciale à l'égard d'ordres visant des ventes à découvert qui sont dispensées des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert. Les modifications proposées conserveraient l'exigence qu'une vente à découvert soit désignée.

Résumé de l'incidence des modifications proposées

Le texte qui suit résume les incidences les plus importantes de l'adoption des modifications proposées :

- elles suppriment les restrictions quant au cours selon lequel une vente à découvert peut être exécutée;
- elles éliminent l'exigence de déposer des « relevés de positions à découvert » (à la condition que des renseignements convenables relatifs aux ventes à découvert exécutées sur un marché deviennent disponibles);
- elles limitent la faculté de modifier (pour ce qui est du cours, du volume ou de la date de règlement) ou d'annuler une transaction après son exécution sauf si un avis a été donné à une autorité de contrôle du marché;
- elles exigent qu'un rapport d'une « transaction échouée » soit dressé si le motif de l'échec n'est pas résolu dans les dix jours de bourse suivant la date de règlement initiale de la transaction;
- elles accordent à un responsable de l'intégrité du marché le pouvoir déterminé d'annuler une « transaction échouée » dans certains cas;

- elles remplacent le relevé consolidé des positions à découvert par des données sommaires à l'égard de l'activité visée par la vente à découvert sur les marchés, ainsi augmentant l'importance de la désignation en bonne et due forme des ordres (même dans des cas où un ordre serait dispensé des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert).

Répercussions technologiques et plan de mise en oeuvre

Abrogation des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert

Présentement, chacun des marchés assure la conformité aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert en ayant recours aux *dernier cours vendeur* sur le marché principal. Chacun des marchés pourrait être tenu d'apporter des modifications à ses systèmes de négociation en vue de permettre l'exécution d'une vente à découvert moyennant des cours inférieurs au *dernier cours vendeur*. Dans le même ordre d'idées, dans la mesure où un marché peut décider d'appliquer, au moyen du système, des restrictions quant aux ventes à découvert, des rajustement seraient tenus d'être apportés afin de tenir compte de la création de la notion d'un *titre inadmissible à une vente à découvert* qui interdirait la vente à découvert d'un titre désigné.

Afin de fournir aux participants, aux personnes ayant droit d'accès, aux marchés et aux fournisseurs de service la possibilité d'apporter des changements à leur programmation afin de tenir compte de l'adoption de ces mesures, la mise en oeuvre des diverses dispositions se rapportant aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert serait reportée pendant un délai d'au moins 30 jours suivant la date de l'approbation des modifications proposées par les autorités de reconnaissance, à une date qui doit être fixée par le conseil d'administration. L'intention de SRM serait de publier un Avis relatif à l'intégrité du marché annonçant la date de mise en oeuvre de ces dispositions, et ce, au moins 10 jours avant la date de mise en oeuvre fixée par le conseil d'administration.

Si les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert sont abrogées et qu'un marché n'a pas été en mesure de réviser son système de négociation d'ici la date de la prise d'effet de l'abrogation, SRM autoriserait la saisie de ventes à découvert sur un marché en tant que « vente à découvert dispensée » jusqu'au moment où le système de négociation du marché a été révisé afin de prévenir l'application des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert.

Disposition relative à un titre inadmissible à une vente à découvert

Les modifications proposées interdiraient la vente à découvert de tout titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme étant inadmissible à une vente à découvert. Dans la mesure où un marché peut décider d'appliquer, au moyen de ses systèmes, des restrictions dans le cadre de ventes à découvert, des rajustements au système de négociation du marché seraient tenus d'être apportés afin de tenir compte de la création de la notion d'un *titre inadmissible à une vente à découvert*.

Afin de procurer aux participants, aux personnes ayant droit d'accès, aux marchés et aux fournisseurs de service la possibilité d'apporter des modifications à leur programmation afin de

tenir compte de l'adoption de cette mesure, la mise en œuvre de la restriction applicable aux ventes à découvert d'un titre désigné en tant que *titre inadmissible à une vente à découvert* serait reportée pendant une durée d'au moins 90 jours suivant la date de l'approbation des modifications proposées par les autorités de reconnaissance, à un date que doit fixer le conseil d'administration. SRM a l'intention de publier un Avis relatif à l'intégrité du marché annonçant la date de la mise en œuvre de ces dispositions au moins 30 jours avant la date de mise en œuvre fixée par le conseil d'administration.

Abrogation de l'exigence de production des relevés de positions à découvert

L'abrogation de la Règle 10.10 aux termes des modifications proposées entrerait en vigueur à une date fixée par le conseil d'administration. Il est anticipé que la production et la diffusion du relevé consolidé des positions à découvert continueraient pendant une période de six mois à un an suivant la mise en œuvre des rapports sommaires sur les ventes à découvert exécutées sur les marchés, et ce, afin de permettre aux utilisateurs actuels du relevé consolidé des positions à découvert d'avoir la possibilité d'évaluer les renseignements fournis par les résumés de négociation. La production à la fois des résumés de négociation et du relevé consolidé des positions à découvert fournirait à SRM la possibilité de suivre la relation entre les renseignements fournis dans le relevé consolidé des positions à découvert en les comparant aux résumés de négociation des marchés. Si l'étude entreprise par SRM devait parvenir à la conclusion que les résumés de négociation constituaient un remplacement convenable pour le relevé consolidé des positions à découvert, le conseil d'administration établirait une date de prise d'effet en vue de l'abrogation de la Règle 10.10 (se reporter à la rubrique « Étude d'impact » aux pages 36 à 38.)

Si les modifications proposées sont approuvées, SRM procéderait à la mise en œuvre des résumés de négociation de la manière la plus efficace et rentable possible (après avoir consulté les autorités en valeurs mobilières compétentes et les marchés). Pour l'heure, SRM estime que les options en vue de la préparation d'un relevé consolidé sommaire seraient que :

- les marchés agissent de manière coopérative (à l'instar de l'attitude dont elles font preuve dans le cadre de la préparation du relevé consolidé des positions à découvert aujourd'hui);
- SRM utilise la liste réglementaire prévue pour les transactions sur tous les marchés réglementés;
- l'agence de traitement de l'information, s'il est approuvé à l'égard de tous les marchés réglementés.

Déclarations des transactions échouées et modifications et annulations des transactions

Si les modifications proposées se rapportant à la transmission d'un avis, par un participant ou une personne ayant droit d'accès, à SRM à l'égard d'une *transaction échouée* ou de la modification ou de l'annulation d'une transaction après son exécution sont approuvées, SRM sera tenue de mettre en œuvre un mécanisme électronique sécurisé pour qu'un participant ou

une personne ayant droit d'accès puisse transmettre cet avis ou cette déclaration à SRM. (Avant le règlement de l'opération, tout avis de modification ou d'annulation serait fourni à SRM par le marché ou la chambre de compensation.) SRM sera également tenue d'élaborer des bases de données pour stocker les renseignements fournis et des outils de surveillance pour aider dans le cadre de l'analyse des renseignements reçus.

Afin de fournir aux participants et aux personnes ayant droit d'accès la possibilité d'apporter des changements à leurs politiques et procédures en vue de prévoir la mise en œuvre de ces obligations en matière d'avis et de déclaration, la mise en œuvre des diverses dispositions se rapportant à la fourniture d'un avis à SRM concernant ces transactions serait reportée pendant une durée d'au moins 90 jours suivant la date de l'approbation des modifications proposées par les autorités de reconnaissance, à une date que doit fixer le conseil d'administration. SRM aurait l'intention de publier un Avis relatif à l'intégrité du marché annonçant la date de la mise en œuvre de ces dispositions au moins 30 jours avant la date de mise en œuvre fixée par le conseil d'administration.

Étude d'impact

Si les modifications proposées sont approuvées, SRM a l'intention d'entreprendre une étude empirique de l'incidence des modifications (l'« étude d'impact »). Même si la structure et la méthodologie de l'étude d'impact dépendront de la teneur et de la date de prise d'effet des modifications approuvées, l'étude d'impact serait menée suivant la mise en œuvre des modifications proposées. SRM s'attend à ce que l'étude d'impact :

- analyse l'activité de négociation et de règlement des titres cotés en bourse (y compris les titres à la fois liquides et non liquides cotés à la TSX, la BC-TSX et CNQ);
- dure pendant une période à concurrence d'un an avant et d'un an suivant la date de prise d'effet des modifications approuvées;
- soit fondée sur au moins cinq catégories de titres cotés en bourse, soit :
 - des titres intercotés avec une bourse aux États-Unis,
 - des titres qui sont admissibles comme *titres très liquides*,
 - au moins trois paliers de titres « non liquides » établis selon la liquidité relative.

L'étude d'impact tenterait d'établir si les modifications approuvées ont eu une incidence sur :

- le volume des ventes à découvert;
- les taux d'échecs des transactions;
- la relation, ou l'absence de relation, entre les niveaux de ventes à découvert et d'échecs des transactions;
- la faculté de dépister des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses dans des cas où des ventes à découvert abusives ont eu lieu;
- la volatilité des cours et le fonctionnement du mécanisme d'établissement des cours;

- les niveaux de liquidité affichée.

L'étude d'impact tenterait également d'établir s'il y avait une différence quant aux effets en fonction de la présence d'une « pression exercée sur le marché » à l'égard du titre déterminé ou des titres en général. Dans ce contexte, la « pression » serait mesurée par des mouvements de volume ou de cours inhabituels.

Même si le projet pilote SHO n'a trouvé aucune preuve que les résultats du projet pilote ne seraient pas applicables à des titres moins liquides ou de plus faible envergure, l'étude d'impact tenterait de confirmer si cette conclusion s'applique dans le contexte canadien. Si l'étude d'impact devait conclure que l'incidence des modifications approuvées divergeait considérablement selon la liquidité des émetteurs ou si elle devait constater une détérioration du taux de règlement des négociations, SRM envisagerait alors la nécessité d'apporter des modifications supplémentaires aux RUIM afin d'intégrer des dispositions comparables à celles figurant dans le Règlement dit Regulation SHO (par exemple des exigences de trouver des titres, des listes de transactions échouées et des exigences en matière de dénouement). Selon les conclusions auxquelles parvient l'étude d'impact, SRM pourrait également envisager la possibilité de remettre en œuvre des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert à l'égard de certains types de titres non liquides.

L'étude d'impact fournirait également l'occasion de suivre la relation entre les renseignements fournis dans le relevé consolidé des positions à découvert et ceux qui figurent dans les résumés de négociation périodiques de l'activité de ventes à découvert sur les marchés. Si l'étude d'impact devait parvenir à la conclusion que les résumés de négociation constituaient un remplacement convenable au relevé consolidé des positions à découvert, le conseil d'administration fixerait une date de prise d'effet en vue de l'abrogation de la Règle 10.10.

Le personnel de SRM a envisagé, comme solution de rechange à l'étude d'impact, une proposition de réaliser un « projet pilote » (lequel aurait octroyé une dispense des restrictions quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert à l'égard d'une gamme de titres composée à la fois de titres très liquides et de titres « non liquides » avant d'abroger les restrictions quant au cours pour l'ensemble des titres). La BC-TSX n'accepte actuellement pas la désignation de « vente à découvert dispensée ». Même si la BC-TSX a indiqué qu'elle a l'intention de mettre en œuvre une désignation de « vente à découvert dispensée », elle n'a pas annoncé publiquement un échéancier en vue de sa mise en œuvre. La mise en œuvre d'un projet pilote devrait soit être retardée jusqu'à ce que la BC-TSX ait mis en œuvre la désignation de « vente à découvert dispensée » soit nécessiter des modifications considérables à la programmation de la part de la BC-TSX et éventuellement des participants qui ont accès à ce marché afin de permettre que les restrictions quant au cours soient suspendues pour un sous-ensemble des titres de la BC-TSX. En conséquence, de l'avis du personnel de SRM, un projet pilote ne pourrait être mis en œuvre de manière rentable et opportune (comparativement à l'abrogation des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert à l'égard de l'ensemble des titres, le tout accompagné d'une étude d'impact).

Questions déterminées à l'égard desquelles des commentaires sont sollicités

Des commentaires sont sollicités à l'égard de l'ensemble des dispositions des modifications proposées, y compris des commentaires sur les solutions de rechange en matière de politique qui peuvent s'offrir à la mise en œuvre des modifications proposées. Toutefois, des commentaires sont expressément sollicités à l'égard des questions suivantes :

Abrogation des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert

Les modifications proposées envisagent l'abrogation de l'ensemble des restrictions quant au cours au moment de l'exécution d'une vente à découvert. En fonction des résultats du projet pilote aux États-Unis qui a débuté le 2 mai 2005, l'OEA a indiqué qu'il existait des preuves d'une volatilité accrue à l'égard de titres moins liquides. La mise en œuvre des modifications proposées serait accompagnée de l'étude d'impact afin d'évaluer l'incidence de l'abrogation des restrictions quant au cours lors de la vente à découvert de titres non liquides. Selon les conclusions auxquelles parvient l'étude d'impact, SRM pourrait envisager la remise en vigueur des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert à l'égard de certains types de titres non liquides. SRM estime que ses alertes de système et ses procédures existantes lui permettront de surveiller les ventes à découvert abusives afin d'y dépister des incidences manipulatrices au cours de la durée de l'étude d'impact. Une solution de rechange consisterait à réaliser un « projet pilote » aux termes duquel un certain nombre de titres non liquides seraient dispensés des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, tout en conservant les restrictions relatives à un groupe de contrôle de titres non liquides.

1. *SRM devrait-elle envisager de mener un « projet pilote » afin d'évaluer l'incidence de l'abrogation des restrictions quant au cours dans le cadre de la vente à découvert de titres non liquides plutôt que de procéder à l'abrogation catégorique de l'ensemble des restrictions quant au cours?*
2. *Si SRM devait entreprendre un projet pilote, quelle devrait en être la durée?*
3. *De quelle manière un projet pilote devrait-il être mis en œuvre à l'égard de titres inscrits à la cote de la BC-TSX si cette dernière n'accepte pas la désignation de « vente à découvert dispensée »?*
4. *Quels seraient les coûts ou les fardeaux administratifs que devraient subir les marchés, les participants et les personnes ayant droit d'accès dans le cadre d'un projet pilote?*

Harmonisation avec les exigences aux États-Unis

La SEC a adopté, ou se propose d'adopter, un certain nombre de dispositions concernant les ventes à découvert et les transactions échouées, notamment les suivantes :

- l'obligation impérative de trouver des titres avant l'exécution d'une vente à découvert;
- la tenue d'une « liste de transactions échouées »;
- des obligations de « dénouement » à l'égard de titres figurant sur la liste de transactions échouées;

- des obligations de « documentation » à l'égard de ventes indiquées comme provenant d'une position « en compte ».

SRM n'a pas proposé de mesures semblables en fonction des résultats des études empiriques au Canada qui indiquent que les taux d'échec des transactions sont considérablement plus faibles qu'aux États-Unis et qu'il n'existe aucun rapport entre les ventes à découvert et les transactions échouées au Canada (c.-à-d., une vente à découvert ne comporte pas un risque plus élevé de donner lieu à une transaction échouée).

5. *Y aurait-il des coûts et des avantages particuliers associés à l'adoption aux termes des RUIM de dispositions comparables à celles existant aux États-Unis et se rapportant aux ventes à découvert (par exemple l'obligation impérative de trouver des titres, et l'obligation de documentation à l'égard de ventes provenant d'une position en compte) et/ou aux transactions échouées (par exemple la tenue d'une liste de transactions échouées et des obligations de dénouement à l'égard de titres figurant sur la liste de transactions échouées)?*

Annexes

- L'Annexe « A » énonce le texte des modifications proposées aux règles et aux politiques concernant les ventes à découvert et les transactions échouées;
- L'Annexe « B » renferme le libellé des dispositions pertinentes des Règles et des Politiques telles qu'elles se liraient à l'adoption des modifications proposées. L'Annexe « B » contient également une version soulignée des dispositions actuelles indiquant les changements apportés par les modifications proposées.

Questions / Renseignements supplémentaires

Pour obtenir un complément d'information ou pour formuler des questions concernant le présent Avis, veuillez communiquer avec la personne suivante :

M^e James E. Twiss,
Avocat principal en matière de politique,
Bureau de la politique relative au marché et du Contentieux,
Services de réglementation du marché inc.,
Bureau 900,
145, rue King Ouest,
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Téléphone : 416-646-7277
Télécopieur : 416-646-7265
Courriel : james.twiss@rs.ca

ROSEMARY CHAN,
VICE-PRÉSIDENTE, BUREAU DE LA POLITIQUE RELATIVE AU MARCHÉ ET DU
CONTENTIEUX

Annexe « A »

Dispositions concernant les ventes à découvert et les transactions échouées

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

1. La Règle 1.1 est modifiée par :

a) l'ajout de la définition suivante de *transaction échouée* :

transaction échouée s'entend d'une transaction découlant de l'exécution d'un ordre saisi par un participant ou une personne ayant droit d'accès sur un marché pour un compte qui

- a) dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis;
- b) dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut :
 - (i) soit de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis,
 - (ii) soit de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès afin d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis;
- c) dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis

et ce, afin de permettre le règlement de transaction à l'heure à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction, étant entendu qu'une transaction est réputée une *transaction échouée* indépendamment de son règlement conformément aux règles ou exigences de la chambre de compensation.

b) l'ajout au début de l'alinéa b) de la définition de *vente à découvert* du membre de phrase suivant : « il est propriétaire, directement ou par l'intermédiaire d'un mandataire ou d'un fiduciaire, d'un autre titre qui est susceptible de conversion ou d'échange en ce titre et »

c) l'ajout de la définition suivante de *titre inadmissible à une vente à découvert* :

titre inadmissible à une vente à découvert s'entend d'un titre ou d'une catégorie de titres qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme constituant un titre à l'égard duquel un ordre qui, s'il était

exécuté, constituerait une vente à découvert, ne peut être saisi sur un marché à l'égard d'un jour de bourse ou de plusieurs jours de bourse déterminés.

2. La Règle 3.1 est supprimée et le texte suivant lui est substitué :

Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne doit pas saisir un ordre de vente visant un titre sur un marché qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert :

- a) sauf si l'ordre est désigné comme vente à découvert conformément au point 6.2(1)b)(viii);
- b) si le titre est un titre inadmissible à une vente à découvert au moment de la saisie de l'ordre.

3. Le sous-alinéa b) de l'alinéa (1) de la Règle 6.2 est modifié par la suppression :

- a) au point (viii), du membre de phrase suivant : « assujettie à la restriction relative au prix prévue à l'alinéa (1) du paragraphe 3.1 des présentes règles »;
- b) du point (ix).

4. La Règle 7.11 suivante est ajoutée :

7.11 Transactions échouées

- (1) Si, dans les dix jours ouvrables suivant la date de règlement envisagée dans le cadre de l'exécution d'une transaction échouée, le compte qui :
 - a) dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis;
 - b) dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut :
 - (i) de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis,
 - (ii) de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès en vue d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis;

c) dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis,

et ce, afin de permettre le règlement de la transaction à l'heure à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction, n'a pas mis en disponibilité ces titres ou sommes d'argent ou n'a pas pris des dispositions en vue de l'emprunt des titres, selon le cas, le participant ou la personne ayant droit d'accès qui a saisi l'ordre sur un marché doit donner un avis à l'autorité de contrôle du marché au moment et suivant la forme et de la manière et précisant les renseignements que peut exiger l'autorité de contrôle du marché.

(2) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès est tenu de donner avis d'une transaction échouée à l'autorité de contrôle du marché conformément à l'alinéa (1), le participant ou la personne ayant droit d'accès, dès que le compte met en disponibilité les titres ou les sommes d'argent applicables ou prend des dispositions en vue de l'emprunt des titres applicables, doit donner avis à l'autorité de contrôle du marché au moment et suivant la teneur et la manière et précisant les renseignements que peut exiger l'autorité de contrôle du marché.

4. La la Règle 7.12 suivante est ajoutée :

7.12 Modification et annulation de transactions

Aucune transaction exécutée sur un marché ne doit, après l'exécution de la transaction, être :

- a) annulée;
- b) modifiée pour ce qui est :
 - (i) du cours de la transaction,
 - (ii) du volume de la transaction,
 - (iii) de la date de règlement de la transaction,

sauf :

- c) par l'autorité de contrôle du marché conformément aux Règles;
- d) moyennant un avis à l'autorité de contrôle du marché immédiatement suivant la modification ou l'annulation de la transaction suivant la teneur et la manière que peut exiger

l'autorité de contrôle du marché et cet avis doit être donné, si la modification ou l'annulation est effectuée :

- (i) avant le règlement de la transaction, par :
 - A) le marché sur lequel la transaction est exécutée,
 - B) la chambre de compensation par l'intermédiaire de laquelle la transaction a été ou devait être compensée et réglée,
- (ii) après le règlement de la transaction, par chaque participant et personne ayant droit d'accès qui est partie à la transaction.

5. La Règle 10.9 est modifiée par l'ajout du sous-alinéa e.1) suivant :

- e.1) annuler toute transaction qui constitue une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis a été, ou aurait dû être, donné à l'autorité de contrôle du marché conformément à la Règle 7.11 si, de l'avis de ce responsable de l'intégrité du marché :
 - (i) le compte a omis de prodiguer des efforts diligents en vue de mettre en disponibilité les titres ou les sommes d'argent applicables ou de prendre des dispositions en vue de l'emprunt des titres applicables,
 - (ii) il n'y a aucune perspective raisonnable qu'il sera remédié à l'échec aux termes des règles, exigences ou procédures du marché sur lequel la transaction a été exécutée ou de la chambre de compensation par l'entremise de laquelle la transaction devait être réglée,
 - (iii) l'annulation de la transaction s'impose en vue d'assurer un marché équitable et ordonné.

6. La Règle 10.10 est abrogée.

Les Politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. La Politique 1.1 est modifiée par l'ajout de l'article 3 suivant :

Article 3 – Définition de *vente à découvert*

Aux termes de la définition de *vente à découvert*, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre dans plusieurs cas, notamment :

- s'il est propriétaire directement ou par l'intermédiaire d'un mandataire ou d'un fiduciaire d'un autre titre qui est susceptible de conversion ou d'échange en ce titre et il a déposé cet autre titre pour le convertir ou échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre;
- il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et il a levé l'option;
- il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription.

Dans chacun de ces cas, le vendeur doit avoir pris toutes les dispositions nécessaires afin d'avoir légalement droit au titre, notamment :

- il doit avoir effectué tout paiement requis;
- il doit avoir remis à la personne qui s'impose tous formulaires ou avis requis;
- il doit avoir remis, le cas échéant, à la personne qui s'impose tous certificats visant les titres qui doivent être convertis ou échangés ou faire l'objet de l'exercice d'un droit.

2. L'article 1 de la Politique 2.1 est modifié par la suppression du deuxième paragraphe et sa substitution par le texte suivant :

Les participants et les personnes ayant droit d'accès qui organisent intentionnellement leurs activités et leurs affaires dans l'intention ou le but d'éviter l'application d'une exigence pourront être réputés avoir adopté un comportement qui manque de transparence et de loyauté ou qui est contraire aux principes d'équité dans le commerce. Par exemple, l'autorité de contrôle du marché considère qu'une personne qui est tenue de saisir des ordres sur un marché et qui fait appel à une autre personne pour réaliser une transaction hors marché (lorsqu'une « dispense hors marché » n'est pas disponible) viole l'obligation de faire preuve de transparence et de loyauté ou les principes d'équité dans le commerce. Dans le même ordre d'idées, l'autorité de contrôle du marché considère qu'une personne qui réalise une opération aux fins de remédier à un défaut dans le cadre d'une transaction échouée avant le moment où un rapport doit être déposé conformément à la Règle 7.11, alors que cette personne sait ou devrait raisonnablement savoir que cette opération

donnera lieu à une transaction échouée, procède à un « reclassement chronologique » aux fins de se soustraire aux obligations en matière de communication de renseignements, et ce, contrairement à l'exigence qui lui est imposée de faire preuve de transparence et de loyauté ou de se conformer aux principes d'équité dans le commerce.

3. La Politique 3.1 est supprimée.

Annexe « B »

Libellé des Règles et des Politiques souligné afin d'indiquer les modifications proposées concernant les ventes à découvert et les transactions échouées

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
<p>1.1 Définitions</p> <p>transaction échouée s'entend d'une transaction découlant de l'exécution d'un ordre saisi par un participant ou une personne ayant droit d'accès sur un marché pour un compte qui</p> <ul style="list-style-type: none"> a) dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis; b) dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut : <ul style="list-style-type: none"> (i) soit de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis, (ii) soit de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès afin d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis; c) dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis <p>et ce, afin de permettre le règlement de transaction à l'heure à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction, étant entendu qu'une transaction est réputée une transaction échouée indépendamment de son règlement conformément aux règles ou exigences de la chambre de compensation.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>transaction échouée s'entend d'une <u>transaction découlant de l'exécution d'un ordre saisi par un participant ou une personne ayant droit d'accès sur un marché pour un compte qui</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <u>a) dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis;</u> <u>b) dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut :</u> <ul style="list-style-type: none"> <u>(i) soit de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis,</u> <u>(ii) soit de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès afin d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis;</u> <u>c) dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis</u> <p><u>et ce, afin de permettre le règlement de transaction à l'heure à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction, étant entendu qu'une transaction est réputée une transaction échouée indépendamment de son règlement conformément aux règles ou exigences de la chambre de compensation.</u></p>
<p>vente à découvert Vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire, et, à cette fin, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre si, selon le cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> a) il a acheté le titre ou s'est engagé à le faire par contrat inconditionnel, mais ne l'a pas encore reçu; b) il est propriétaire, directement ou par l'intermédiaire d'un mandataire ou d'un fiduciaire, d'un autre titre qui est susceptible de conversion ou d'échange en ce titre et il a déposé un autre titre pour le convertir ou l'échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre; c) il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et a levé l'option; d) il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription; 	<p>vente à découvert Vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire, et, à cette fin, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre si, selon le cas :</p> <ul style="list-style-type: none"> a) il a acheté le titre ou s'est engagé à le faire par contrat inconditionnel, mais ne l'a pas encore reçu; b) <u>il est propriétaire, directement ou par l'intermédiaire d'un mandataire ou d'un fiduciaire, d'un autre titre qui est susceptible de conversion ou d'échange en ce titre et</u> il a déposé un autre titre pour le convertir ou l'échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre; c) il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et a levé l'option; d) il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription;

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
<p>e) il vend un titre qui peut être négocié avant son émission et il s'est engagé par contrat, contraignant pour les deux parties et conditionné uniquement par l'émission ou le placement du titre, à acheter ce titre,</p> <p>cependant, un vendeur n'est pas réputé être propriétaire d'un titre dans les cas suivants :</p> <p>f) le vendeur a emprunté le titre à remettre au règlement de la transaction et il n'est pas par ailleurs réputé être propriétaire du titre au sens de la présente définition;</p> <p>g) le titre que le vendeur détient est assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières applicables, une bourse ou un SCDO à titre de condition à l'inscription;</p> <p>h) la date de règlement ou d'émission relativement :</p> <p>(i) à un contrat d'achat inconditionnel,</p> <p>(ii) au dépôt d'un titre pour le convertir ou l'échanger,</p> <p>(iii) à la levée d'une option,</p> <p>(iv) à l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription</p> <p>serait, dans le cours normal, postérieure à la date en vue du règlement de la vente.</p>	<p>e) il vend un titre qui peut être négocié avant son émission et il s'est engagé par contrat, contraignant pour les deux parties et conditionné uniquement par l'émission ou le placement du titre, à acheter ce titre,</p> <p>cependant, un vendeur n'est pas réputé être propriétaire d'un titre dans les cas suivants :</p> <p>f) le vendeur a emprunté le titre à remettre au règlement de la transaction et il n'est pas par ailleurs réputé être propriétaire du titre au sens de la présente définition;</p> <p>g) le titre que le vendeur détient est assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières applicables, une bourse ou un SCDO à titre de condition à l'inscription;</p> <p>h) la date de règlement ou d'émission relativement :</p> <p>(i) à un contrat d'achat inconditionnel,</p> <p>(ii) au dépôt d'un titre pour le convertir ou l'échanger,</p> <p>(iii) à la levée d'une option,</p> <p>(iv) à l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription</p> <p>serait, dans le cours normal, postérieure à la date en vue du règlement de la vente.</p>
<p>titre inadmissible à une vente à découvert s'entend d'un titre ou d'une catégorie de titres qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme constituant un titre à l'égard duquel un ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, ne peut être saisi sur un marché à l'égard d'un jour de bourse ou de plusieurs jours de bourse déterminés.</p>	<p><u>titre inadmissible à une vente à découvert s'entend d'un titre ou d'une catégorie de titres qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme constituant un titre à l'égard duquel un ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert, ne peut être saisi sur un marché à l'égard d'un jour de bourse ou de plusieurs jours de bourse déterminés.</u></p>
<p>3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert</p> <p>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>3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert</p> <p><u>(1) Sauf indication contraire, un participant ou une personne ayant droit d'accès ne <u>doit pas saisir un ordre de vente visant un titre</u> peut vendre un titre à découvert sur un marché <u>à moins que le prix ne soit égal ou supérieur au dernier cours vendeur, qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert :</u></u></p> <p><u>a) sauf si l'ordre est désigné comme vente à découvert conformément au point 6.2(1)b)(viii);</u></p> <p><u>b) si le titre est un titre inadmissible à une vente à découvert au moment de la saisie de l'ordre.</u></p>
	<p><u>(2) Un titre peut être vendu à découvert sur un marché à un prix inférieur au dernier cours vendeur si la vente est, selon le cas :</u></p> <p><u>a) une transaction déclenchée par ordinateur conformément aux règles du marché;</u></p> <p><u>b) effectuée en vue d'assurer le respect des obligations du tenor de marché</u></p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
	<p>conformément aux règles du marché;</p> <p>e) effectuée pour un compte d'arbitrage, à la condition que le vendeur sache ou ait des motifs raisonnables de croire qu'il existe une offre lui permettant de couvrir cette vente, et qu'il ait l'intention de l'accepter immédiatement;</p> <p>d) effectuée pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés et :</p> <p style="padding-left: 40px;">(i) d'une part, conformément aux obligations de tenue de marché du vendeur à l'égard du titre ou d'un titre connexe;</p> <p style="padding-left: 40px;">(ii) d'autre part, pour couvrir une position préexistante sur le titre ou un titre connexe;</p> <p>e) la première vente du titre sur un marché effectuée ex-dividendes, ex-droits ou ex-distribution et que le prix n'est pas inférieur au dernier cours vendeur, déduction faite de la valeur en espèces du dividende, du droit ou de toute autre distribution;</p> <p>f) le résultat, selon le cas :</p> <p style="padding-left: 40px;">(i) d'un ordre au cours du marché,</p> <p style="padding-left: 40px;">(ii) d'un ordre au dernier cours,</p> <p style="padding-left: 40px;">(iii) d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume,</p> <p style="padding-left: 40px;">(iv) d'un ordre de base;</p> <p>g) une transaction visant les titres d'un fonds négocié en bourse.</p>
<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> <p style="padding-left: 40px;">(i) est un ordre au cours du marché,</p> <p style="padding-left: 40px;">(ii) est un ordre au premier cours,</p> <p style="padding-left: 40px;">(iii) est un ordre au dernier cours,</p> <p style="padding-left: 40px;">(iv) est un ordre assorti de conditions particulières,</p> <p style="padding-left: 40px;">(v) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume,</p> <p style="padding-left: 40px;">(v.1) est un ordre de base,</p>	<p>6.2 Désignations et identificateurs</p> <p>(2) 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> <p style="padding-left: 40px;">(i) est un ordre au cours du marché,</p> <p style="padding-left: 40px;">(ii) est un ordre au premier cours,</p> <p style="padding-left: 40px;">(iii) est un ordre au dernier cours,</p> <p style="padding-left: 40px;">(iv) est un ordre assorti de conditions particulières,</p> <p style="padding-left: 40px;">(v) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume,</p> <p style="padding-left: 40px;">(v.1) est un ordre de base,</p> <p style="padding-left: 40px;">(vi) fait partie d'une transaction déclenchée par ordinateur,</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
<p>(vi) fait partie d'une transaction déclenchée par ordinateur,</p> <p>(vii) fait partie d'une application intentionnelle ou d'une application interne,</p> <p>(viii) est une vente à découvert,</p> <p>(ix) [abrogé]</p> <p>(x) est un ordre non-client,</p> <p>(xi) est un ordre propre,</p> <p>(xii) est un ordre de jitney,</p> <p>(xiii) est pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés,</p> <p>(xiv) est pour le compte d'une personne qui est un initié de l'émetteur du titre visé par l'ordre,</p> <p>(xv) est pour le compte d'une personne qui est un actionnaire important de l'émetteur du titre visé par l'ordre,</p> <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>(vii) fait partie d'une application intentionnelle ou d'une application interne,</p> <p>(viii) est une vente à découvert <u>assujettie à la restriction relative au prix prévue à l'alinéa (1) du paragraphe 3.1 des présentes règles,</u></p> <p>(ix) est une vente à découvert dispensée de la restriction relative au prix applicable aux ventes à découvert conformément à l'alinéa (2) du paragraphe 3.1 des présentes règles.</p> <p>(x) est un ordre non-client,</p> <p>(xi) est un ordre propre,</p> <p>(xii) est un ordre de jitney,</p> <p>(xiii) est pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés,</p> <p>(xiv) est pour le compte d'une personne qui est un initié de l'émetteur du titre visé par l'ordre,</p> <p>(xv) est pour le compte d'une personne qui est un actionnaire important de l'émetteur du titre visé par l'ordre,</p> <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>7.11 Transactions échouées</p> <p>(1) Si, dans les dix jours ouvrables suivant la date de règlement envisagée dans le cadre de l'exécution d'une transaction échouée, le compte qui :</p> <p>a) dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis;</p> <p>b) dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut :</p> <p style="padding-left: 40px;">(i) de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis,</p> <p style="padding-left: 40px;">(ii) de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès en vue d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis;</p> <p>c) dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis,</p> <p>et ce, afin de permettre le règlement de la transaction à l'heure à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction, n'a pas mis en</p>	<p><u>7.11 Transactions échouées</u></p> <p><u>(1) Si, dans les dix jours ouvrables suivant la date de règlement envisagée dans le cadre de l'exécution d'une transaction échouée, le compte qui :</u></p> <p><u>a) dans le cas d'une vente, autre qu'une vente à découvert, a fait défaut de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis;</u></p> <p><u>b) dans le cas d'une vente à découvert, a fait défaut :</u></p> <p style="padding-left: 40px;"><u>(i) de mettre en disponibilité des titres selon le nombre et la forme requis,</u></p> <p style="padding-left: 40px;"><u>(ii) de prendre des dispositions avec le participant ou la personne ayant droit d'accès en vue d'emprunter des titres selon le nombre et la forme requis;</u></p> <p><u>c) dans le cas d'un achat, a fait défaut de mettre en disponibilité des sommes d'argent selon le montant requis,</u></p> <p><u>et ce, afin de permettre le règlement de la transaction à l'heure à la date envisagée dans le cadre de l'exécution de la transaction, n'a pas mis en disponibilité ces titres ou sommes d'argent ou n'a pas pris des dispositions en</u></p>

<p>Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées</p>	<p>Libellé des dispositions actuelles souligné afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées</p>
<p>disponibilité ces titres ou sommes d'argent ou n'a pas pris des dispositions en vue de l'emprunt des titres, selon le cas, le participant ou la personne ayant droit d'accès qui a saisi l'ordre sur un marché doit donner un avis à l'autorité de contrôle du marché au moment et suivant la forme et de la manière et précisant les renseignements que peut exiger l'autorité de contrôle du marché.</p>	<p><u>vue de l'emprunt des titres, selon le cas, le participant ou la personne ayant droit d'accès qui a saisi l'ordre sur un marché doit donner un avis à l'autorité de contrôle du marché au moment et suivant la forme et de la manière et précisant les renseignements que peut exiger l'autorité de contrôle du marché.</u></p>
<p>(2) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès est tenu de donner avis d'une transaction échouée à l'autorité de contrôle du marché conformément à l'alinéa (1), le participant ou la personne ayant droit d'accès, dès que le compte met en disponibilité les titres ou les sommes d'argent applicables ou prend des dispositions en vue de l'emprunt des titres applicables, doit donner avis à l'autorité de contrôle du marché au moment et suivant la teneur et la manière et précisant les renseignements que peut exiger l'autorité de contrôle du marché.</p>	<p><u>(2) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès est tenu de donner avis d'une transaction échouée à l'autorité de contrôle du marché conformément à l'alinéa (1), le participant ou la personne ayant droit d'accès, dès que le compte met en disponibilité les titres ou les sommes d'argent applicables ou prend des dispositions en vue de l'emprunt des titres applicables, doit donner avis à l'autorité de contrôle du marché au moment et suivant la teneur et la manière et précisant les renseignements que peut exiger l'autorité de contrôle du marché.</u></p>
<p>7.12 Modification et annulation de transactions</p> <p>Aucune transaction exécutée sur un marché ne doit, après l'exécution de la transaction, être :</p> <ul style="list-style-type: none"> a) annulée; b) modifiée pour ce qui est : <ul style="list-style-type: none"> (i) du cours de la transaction, (ii) du volume de la transaction, (iii) de la date de règlement de la transaction, <p>sauf :</p> <ul style="list-style-type: none"> c) par l'autorité de contrôle du marché conformément aux Règles; d) moyennant un avis à l'autorité de contrôle du marché immédiatement suivant la modification ou l'annulation de la transaction suivant la teneur et la manière que peut exiger l'autorité de contrôle du marché et cet avis doit être donné, si la modification ou l'annulation est effectuée : <ul style="list-style-type: none"> (i) avant le règlement de la transaction, par : <ul style="list-style-type: none"> A) le marché sur lequel la transaction est exécutée, B) la chambre de compensation par l'intermédiaire de laquelle la transaction a été ou devait être compensée et réglée, (ii) après le règlement de la transaction, par chaque participant et personne ayant droit d'accès qui est partie à la transaction. 	<p><u>7.12 Modification et annulation de transactions</u></p> <p><u>Aucune transaction exécutée sur un marché ne doit, après l'exécution de la transaction, être :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <u>a) annulée;</u> <u>b) modifiée pour ce qui est :</u> <ul style="list-style-type: none"> <u>(i) du cours de la transaction,</u> <u>(ii) du volume de la transaction,</u> <u>(iii) de la date de règlement de la transaction,</u> <p><u>sauf :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <u>c) par l'autorité de contrôle du marché conformément aux Règles;</u> <u>d) moyennant un avis à l'autorité de contrôle du marché immédiatement suivant la modification ou l'annulation de la transaction suivant la teneur et la manière que peut exiger l'autorité de contrôle du marché et cet avis doit être donné, si la modification ou l'annulation est effectuée :</u> <ul style="list-style-type: none"> <u>(i) avant le règlement de la transaction, par :</u> <ul style="list-style-type: none"> <u>A) le marché sur lequel la transaction est exécutée,</u> <u>B) la chambre de compensation par l'intermédiaire de laquelle la transaction a été ou devait être compensée et réglée,</u> <u>(ii) après le règlement de la transaction, par chaque participant et personne ayant droit d'accès qui est partie à la transaction.</u>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
<p>10.9 Pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché</p> <p>Dans le cadre de l'administration des négociations des titres sur le marché, un responsable de l'intégrité du marché peut :</p> <p>...</p> <p>e.1) annuler toute transaction qui constitue une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis a été, ou aurait dû être, donné à l'autorité de contrôle du marché conformément à la Règle 7.11 si, de l'avis de ce responsable de l'intégrité du marché :</p> <p>(i) le compte a omis de prodiguer des efforts diligents en vue de mettre en disponibilité les titres ou les sommes d'argent applicables ou de prendre des dispositions en vue de l'emprunt des titres applicables,</p> <p>(ii) il n'y a aucune perspective raisonnable qu'il sera remédié à l'échec aux termes des règles, exigences ou procédures du marché sur lequel la transaction a été exécutée ou de la chambre de compensation par l'entremise de laquelle la transaction devait être réglée,</p> <p>(iii) l'annulation de la transaction s'impose en vue d'assurer un marché équitable et ordonné.</p>	<p>10.10 Pouvoirs des responsables de l'intégrité du marché</p> <p>Dans le cadre de l'administration des négociations des titres sur le marché, un responsable de l'intégrité du marché peut :</p> <p>...</p> <p><u>e.1) annuler toute transaction qui constitue une transaction échouée à l'égard de laquelle un avis a été, ou aurait dû être, donné à l'autorité de contrôle du marché conformément à la Règle 7.11 si, de l'avis de ce responsable de l'intégrité du marché :</u></p> <p>(i) <u>le compte a omis de prodiguer des efforts diligents en vue de mettre en disponibilité les titres ou les sommes d'argent applicables ou de prendre des dispositions en vue de l'emprunt des titres applicables,</u></p> <p>(ii) <u>il n'y a aucune perspective raisonnable qu'il sera remédié à l'échec aux termes des règles, exigences ou procédures du marché sur lequel la transaction a été exécutée ou de la chambre de compensation par l'entremise de laquelle la transaction devait être réglée,</u></p> <p>(iii) <u>l'annulation de la transaction s'impose en vue d'assurer un marché équitable et ordonné.</u></p>
	<p>10.10 — Relevés de positions à découvert</p> <p>(1) Au 15^e jour et au dernier jour de chaque mois civil, le participant calcule la position à découvert globale de chaque compte à l'égard de chaque titre coté en bourse et de chaque titre inscrit.</p> <p>(2) À moins que le participant ne tienne le compte dans lequel une personne ayant droit d'accès détient la position à découvert à l'égard d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit, la personne ayant droit d'accès calcule, au 15^e jour et au dernier jour de chaque mois civil, la position à découvert globale qu'elle détient à l'égard de chaque titre coté en bourse et de chaque titre inscrit.</p> <p>(3) Sauf indication contraire, chaque participant et chaque personne ayant droit d'accès tenus de déposer un relevé conformément à l'alinéa (1) ou (2) déposent un relevé du calcul auprès d'une autorité de contrôle du marché, selon la forme que celle-ci peut exiger, au plus tard deux jours de bourse suivant la date à laquelle le calcul doit être effectué.</p>

<p>Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées</p>	<p>Libellé des dispositions actuelles souligné afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées</p>
<p>Politique 1.1 Définitions</p> <p>Article 3 – Définition de vente à découvert</p> <p>Aux termes de la définition de vente à découvert, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre dans plusieurs cas, notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> • s'il est propriétaire directement ou par l'intermédiaire d'un mandataire ou d'un fiduciaire d'un autre titre qui est susceptible de conversion ou d'échange en ce titre et il a déposé cet autre titre pour le convertir ou échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre; • il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et il a levé l'option; • il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription. <p>Dans chacun de ces cas, le vendeur doit avoir pris toutes les dispositions nécessaires afin d'avoir légalement droit au titre, notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> • il doit avoir effectué tout paiement requis; • il doit avoir remis à la personne qui s'impose tous formulaires ou avis requis; • il doit avoir remis, le cas échéant, à la personne qui s'impose tous certificats visant les titres qui doivent être convertis ou échangés ou faire l'objet de l'exercice d'un droit. 	<p><u>Politique 1.1 Définitions</u></p> <p><u>Article 3 – Définition de vente à découvert</u></p> <p><u>Aux termes de la définition de vente à découvert, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre dans plusieurs cas, notamment :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>s'il est propriétaire directement ou par l'intermédiaire d'un mandataire ou d'un fiduciaire d'un autre titre qui est susceptible de conversion ou d'échange en ce titre et il a déposé cet autre titre pour le convertir ou échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre;</u> • <u>il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et il a levé l'option;</u> • <u>il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription.</u> <p><u>Dans chacun de ces cas, le vendeur doit avoir pris toutes les dispositions nécessaires afin d'avoir légalement droit au titre, notamment :</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>il doit avoir effectué tout paiement requis;</u> • <u>il doit avoir remis à la personne qui s'impose tous formulaires ou avis requis;</u> • <u>il doit avoir remis, le cas échéant, à la personne qui s'impose tous certificats visant les titres qui doivent être convertis ou échangés ou faire l'objet de l'exercice d'un droit.</u>
	<p>POLITIQUE 2.1 – PRINCIPES D'ÉQUITÉ</p> <p>Article 1 – Exemples d'activité inacceptable</p> <p>...</p> <p>Les participants et les personnes ayant droit d'accès qui organisent intentionnellement leurs activités et leurs affaires dans l'intention ou le but d'éviter l'application d'une exigence pourront être réputés avoir adopté un comportement <u>qui manque de transparence et de loyauté ou qui</u> contraire aux principes d'équité dans le commerce. Par exemple, l'autorité de contrôle du marché considère qu'une personne qui est dans l'obligation de saisir des ordres sur un marché et qui fait appel à une autre personne pour réaliser une transaction hors marché (lorsqu'une « dispense hors marché » n'est pas disponible) viole <u>l'obligation de faire preuve de transparence et de loyauté ou</u> les principes d'équité dans le commerce. <u>Dans le même ordre d'idées, l'autorité de contrôle du marché considère qu'une personne qui réalise une opération aux fins de remédier à un défaut dans le cadre d'une transaction échouée avant le moment où un rapport doit être déposé</u></p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles souligné afin de tenir compte de l'adoption des modifications proposées
	<p><u>conformément à la Règle 7.11, alors que cette personne sait ou devrait raisonnablement savoir que cette opération donnera lieu à une transaction échouée, procède à un « reclassement chronologique » aux fins de se soustraire aux obligations en matière de communication de renseignements, et c</u></p> <p><u>e, contrairement à l'exigence qui lui est imposée de faire preuve de transparence et de loyauté ou de se conformer aux principes d'équité dans le commerce.</u></p> <p>...</p>
	<p>POLITIQUE 3.1 — RESTRICTIONS APPLICABLES AUX VENTES À DÉCOUVERT</p> <p>Article 1 — Saisie des ventes à découvert avant l'ouverture</p> <p>Avant l'ouverture d'un marché un jour de bourse, une vente à découvert ne peut être saisie sur le marché en question sous forme d'ordre au mieux; elle doit être saisie sous forme d'ordre à cours limité, assorti d'un cours égal ou supérieur au dernier cours vendeur du titre indiqué sur un affichage consolidé du marché (ou égal ou supérieur au cours de clôture de la veille, déduction faite des dividendes ou des distributions si le titre se négocie ex-dividende ou ex-distribution à l'ouverture).</p>
	<p>POLITIQUE 3.1 — RESTRICTIONS APPLICABLES AUX VENTES À DÉCOUVERT</p> <p>Article 2 — Cours des ventes à découvert sur les titres négociés ex-distribution</p> <p>Lorsque le montant d'une distribution est retranché du cours d'une transaction précédente, il se peut que le cours du titre se situe entre deux échelons de cotation. (Par exemple, une action à 10 \$ assortie d'un dividende de 0,125 \$ aurait un cours ex-dividende de 9,875 \$. Un ordre de vente à découvert ne pourrait être saisi qu'à 9,87 \$ ou 9,88 \$.) Dans une telle situation, le cours de l'ordre doit être coté au moins au cours supérieur suivant. (Dans l'exemple cité, le cours minimal de la vente à découvert serait de 9,88 \$, soit le cours supérieur suivant le cours ex-dividende de 9,875 \$.)</p> <p>Dans le cas d'une distribution de titres (autre qu'un fractionnement d'action), la valeur de la distribution ne peut être arrêtée tant que le titre faisant l'objet de la distribution n'a pas été négocié. (Par exemple, si les actionnaires de la société ABC reçoivent des actions de la société XYZ dans le cadre d'une distribution, il ne peut y avoir de vente à découvert initiale ex-distribution des actions de la société ABC à un cours inférieur à celui de la transaction précédente tant que les actions de la société XYZ n'auront pas été négociées et leur valeur arrêtée.)</p> <p>Une fois qu'un titre a été négocié ex-distribution, la règle habituelle en matière de ventes à découvert s'applique et le cours de référence est celui de la transaction précédente.</p>