



Étude sur les transactions échouées

Analytique

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

8 décembre 2022

Étude sur les transactions échouées

1. Introduction

L'OCRCVM a entrepris une étude sur les transactions échouées afin d'examiner les défauts de règlement des transactions exécutées sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres. Services de réglementation du marché inc. (SRM) a publié une première étude sur les transactions échouées en 2007. Cette étude se fondait sur un échantillon de transactions échouées qui nous avait été fourni par un groupe de courtiers. Depuis, l'OCRCVM a considérablement amélioré sa capacité d'effectuer des analyses de données à grande échelle. Nous pensions qu'il était temps d'actualiser notre examen afin de nous assurer que nos connaissances sont à jour et que notre cadre de réglementation et de conformité demeure efficace.

Notre objectif était de présenter des observations générales et de mettre à jour notre compréhension de cette importante question. Dans le cadre de l'étude, nous avons utilisé des données sur les règlements fournies par Services de dépôt et de compensation CDS inc. (la **CDS**) et des données internes de l'OCRCVM. Le présent rapport examine :

- la fréquence des défauts de règlement;
- les délais de règlement des transactions;
- la relation entre le défaut de règlement et les ventes et positions à découvert;
- les courtiers présentant des valeurs aberrantes;
- les titres présentant des valeurs aberrantes.

A. Étude précédente sur les transactions échouées

En avril 2007, SRM a publié une étude statistique basée sur un échantillon de transactions échouées provenant d'un groupe de courtiers (**l'étude de SRM**). Cette étude de SRM avait pour objectif d'améliorer notre compréhension de la fréquence des transactions échouées et d'examiner la relation entre les ventes à découvert et les transactions échouées. Selon la définition donnée dans l'étude de SRM, on entend par « transaction échouée » une transaction dont le règlement n'a pas eu lieu à la date de règlement. L'étude examinait :

- la cause des échecs (51 % étaient dus à des retards ou erreurs d'ordre administratif);
- les transactions des clients de détail et des clients institutionnels (les taux d'échec étaient les mêmes);
- les types de titres de capitaux propres (ceux qui étaient cotés sur des marchés qui cotent des titres de sociétés à petite capitalisation présentaient un plus grand nombre d'échecs);
- les échecs liés à des ventes à découvert (moins de 6 % du total);
- le moment du règlement final (88 % des transactions échouées ont été réglées dans les cinq jours et 98 % dans les 15 jours suivant la date de règlement prévue);
- la fréquence des rachats d'office (utilisés dans seulement 4 % des transactions échouées).

B. Contexte du processus de règlement au Canada

La CDS permet deux principaux modes de règlement : le règlement net continu (RNC) et le règlement « individuel » (à la pièce ou TFT).

Règlement net continu

Les marchés canadiens des titres de capitaux propres envoient un rapport quotidien de toutes les transactions directement à la CDS. La plupart de ces transactions sont désignées comme devant être réglées par RNC. Dans le cas du RNC, la CDS, au moyen d'un processus de novation¹ et d'établissement du solde net, agit comme intermédiaire entre les courtiers à titre de contrepartie centrale. Cela réduit le nombre de règlements et facilite la détermination de « qui est débiteur de qui ».

Exemple de transaction type réglée par RNC

Un client de détail passe un ordre par l'intermédiaire d'un courtier. Celui-ci exécute l'ordre sur un marché. L'exécution est inscrite dans les registres de la CDS comme une « opération boursière » et est désignée comme devant être réglée par RNC. La transaction fait l'objet d'une novation, elle est regroupée avec les autres transactions sur le même titre auprès du même courtier aux fins de l'établissement d'un solde net et, enfin, elle est réglée entre le courtier et la CDS.

Rachat d'office dans le cadre du RNC

La fonction de rachat d'office de la CDS aide un courtier auquel on doit des titres au moyen du système de RNC habituellement utilisé pour les transactions dont la date de règlement est dépassée. Ce processus prend plusieurs jours, et seules quelques-unes des positions entraîneront au bout du compte un rachat d'office sur le marché. La plupart des positions en cours sont rectifiées durant le processus de rachat d'office de la CDS. Le fonctionnement de ce processus est décrit sommairement ci-après.

1. Le courtier qui n'a pas reçu les titres (le **destinataire**) soumet une demande de rachat d'office.
2. Au cours d'une période de deux jours, les courtiers qui doivent les titres à la CDS sont avisés et ils ont la possibilité de livrer les titres.
3. Après cette période de deux jours, le destinataire doit prendre des mesures pour demander le rachat d'office, à défaut de quoi celui-ci expire.
4. Une fois que le destinataire a indiqué son intention d'exécuter le rachat d'office, le ou les livreurs peuvent demander une prolongation, que le destinataire peut accorder ou non.
5. Si le destinataire refuse la demande de prolongation, ou si le ou les livreurs n'ont pas demandé de prolongation, le rachat d'office est traité sur le marché et exécuté dans la mesure du possible.

Règlement à la pièce

Certains courtiers de l'OCRCVM qui sont des adhérents de la CDS peuvent fournir des instructions de règlement directement à la CDS par l'intermédiaire de leurs systèmes administratifs. La plupart des

¹ Le terme « novation » s'entend du processus par lequel une transaction à régler entre deux courtiers est remplacée par deux transactions : une transaction entre chaque courtier et la CDS.

transactions visées sont désignées comme devant être réglées à la pièce. Ce mode de règlement est exécuté directement entre deux adhérents de la CDS.

Exemple de transaction type réglée par règlement à la pièce :

Un client institutionnel passe un ordre par l'intermédiaire d'un courtier aux termes d'un accord exigeant le paiement des titres achetés ou la livraison des titres vendus à l'agent de règlement du client ou par son entremise. Le courtier exécute l'ordre au moyen d'une ou de plusieurs exécutions sur un ou plusieurs marchés au cours de la journée. Deux processus de règlement parallèles se déroulent ensuite.

- Les exécutions sont inscrites dans les registres de la CDS comme des « opérations boursières ». Les transactions sont désignées comme devant être réglées par RNC. Les transactions font l'objet d'une novation, puis de l'établissement d'un solde net. Enfin, elles sont réglées auprès du courtier.
- Le courtier comptabilise les exécutions dans le compte du client. Une instruction de règlement de transaction « hors bourse » est envoyée à la CDS afin que la transaction soit réglée avec l'agent de règlement du client. La transaction est désignée comme devant être réglée à la pièce, puis elle est réglée entre le courtier et le client.
- Le règlement est terminé une fois que les deux processus de règlement parallèles ont réussi².

2. Résumé des constatations

On trouvera ci-après un résumé de nos constatations pour chacun des thèmes de l'étude.

Fréquence des défauts de règlement

- Nous avons observé davantage de défauts de règlement dans le cas des titres cotés à des bourses qui cotent des titres de sociétés à petite capitalisation (que la transaction soit réglée au moyen du RNC ou du règlement à la pièce).
- Par rapport aux volumes de négociation, davantage de demandes de rachat d'office dans le cadre du RNC visent des titres cotés à la Bourse de croissance TSX (**TSXV**) et à la Bourse des valeurs canadiennes (**CSE**).

Durée des défauts de règlement

- Nous avons constaté qu'environ 99 % des transactions devant être réglées à la pièce le sont dans les 10 jours suivant la date de règlement prévue.
- Le reste des transactions devant être réglées à la pièce (environ 1 %) sont soumises au régime de déclaration des transactions échouées sur une période prolongée de l'OCRCVM.
- Un nombre moindre de transactions devant être réglées à la pièce sont réglées à la date de valeur, dans le cas des transactions exécutées sur les bourses qui cotent des titres de sociétés

² Le volume de négociation institutionnelle figure habituellement deux fois dans les données de la CDS : une fois dans celles sur le règlement par RNC avec le courtier du client et une fois dans celles sur le règlement à la pièce avec l'agent de règlement du client.

à petite capitalisation, de sorte qu'une proportion accrue de transactions entraîne un règlement dans des délais prolongés.

Causes des défauts de règlement

- Dans le cas du RNC, les courtiers signalent que 33 % des transactions échouées sur une période prolongée échouent à cause de ventes à découvert.
- Dans le cas du règlement à la pièce, les courtiers signalent que 37 % des transactions échouées sur une période prolongée échouent à cause de ventes à découvert.

Relation entre les ventes à découvert et les défauts de règlement

- Nous avons constaté que l'augmentation globale à la fois des volumes de négociation et des ventes à découvert va de pair avec une augmentation des défauts de règlement des transactions réglées par RNC qui visent des titres cotés à la TSXV et à la CSE, ce qui est moins le cas pour les titres cotés à la Bourse de Toronto (**TSX**) et à la NEO Bourse.
- Nous n'avons observé aucune différence importante entre les bourses qui cotent des titres de sociétés à petite capitalisation et les autres bourses en ce qui concerne la relation entre les positions à découvert et le volume de transactions réglées soit par RNC, soit par règlement à la pièce 10 jours ou plus après la date de valeur.
- Dans le cas du règlement à la pièce, nous avons noté une forte corrélation entre le volume de transactions supprimées et les ventes à découvert visant les titres cotés à la TSX seulement.

Courtiers présentant des valeurs aberrantes

- Nous avons constaté que plusieurs courtiers ayant des modèles d'affaires similaires présentaient un nombre disproportionné d'échecs par rapport à leur volume de négociation. L'OCRCVM devra effectuer d'autres travaux afin de mieux comprendre les causes du nombre disproportionné d'échecs.

Titres présentant des valeurs aberrantes

- Nous avons repéré plus de 300 titres présentant des valeurs aberrantes sur le plan statistique, répartis entre les différents marchés.
- Les titres cotés à la TSX qui présentaient des valeurs aberrantes étaient concentrés dans les secteurs des métaux et mines, de l'énergie et des matériaux de base.
- Les titres cotés à la TSXV qui présentaient des valeurs aberrantes étaient concentrés dans les secteurs des matériaux de base, des métaux et mines, et de la santé.
- Les titres cotés à la CSE qui présentaient des valeurs aberrantes étaient concentrés dans le secteur de la santé.
- Les titres cotés à la NEO Bourse qui présentaient des valeurs aberrantes étaient concentrés dans les secteurs de la finance (FNB) et de la santé.

3. Données et classement

A. Données de l'étude

La CDS a fourni à l'OCRCVM cinq types de rapports pour la période de cinq ans écoulée du 1^{er} avril 2015 au 31 mars 2020. De plus, l'OCRCVM dispose de sources de données internes qui sont pertinentes pour l'étude.

L'étude utilise les ensembles de données indiqués ci-après, lesquels reposent sur les données fournies par la CDS. Veuillez vous reporter à l'introduction, qui fournit davantage de contexte.

- 1) Positions en cours au RNC
- 2) Sommaire des activités de rachat d'office
- 3) Sommaire des transactions réglées à la pièce

L'étude utilise également les ensembles de données indiqués ci-après, lesquels proviennent de sources de données internes de l'OCRCVM.

Données sur les ventes à découvert

Les courtiers sont tenus de désigner les ordres comme « vente à découvert » si le client ou le compte de portefeuille ne détient pas les titres et que le compte ne permet pas l'utilisation d'ordres dispensés de la mention à découvert³. Les courtiers doivent utiliser la désignation de vente à découvert sur chaque ordre envoyé à un marché lorsque l'ordre répond à la définition de « vente à découvert ». Même si cette désignation n'est pas accessible au public, elle est incluse dans les données réglementaires de l'OCRCVM, ce qui procure à celui-ci une visibilité complète des ventes à découvert réalisées sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres.

Données sur les positions à découvert

Depuis novembre 2018, l'OCRCVM reçoit des données sur les positions à découvert de la part de chacun de ses courtiers⁴. Chaque courtier déclare la position à découvert globale à l'égard de chaque titre en fonction des positions à découvert dans les comptes qu'il détient. Les relevés sont établis au 15^e jour et au dernier jour de chaque mois, en fonction des positions à la date de règlement⁵.

La déclaration des positions à découvert à l'OCRCVM se heurte à deux limites. Premièrement, les positions à découvert qui ne sont pas détenues par des courtiers membres de l'OCRCVM ne sont pas déclarées⁶; deuxièmement, la déclaration des positions à l'OCRCVM n'a débuté qu'en novembre 2018⁷.

Données de l'OCRCVM sur les transactions échouées sur une période prolongée

En 2008, l'OCRCVM a modifié ses règles afin d'obliger les courtiers à déclarer les transactions échouées sur une période prolongée. Ce régime de déclaration nous a permis de surveiller les tendances des

³ Le terme « [vente à découvert](#) » est défini dans les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM).

⁴ Avant cette date, c'étaient les bourses qui recevaient ces données.

⁵ Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM 18-0062 – [Calcul et déclaration de positions à découvert](#).

⁶ Cela comprend les positions à découvert détenues auprès de courtiers de premier ordre et de dépositaires utilisés par les clients de courtiers membres de l'OCRCVM.

⁷ L'OCRCVM dispose de certaines données antérieures sur les ventes à découvert fournies par les bourses. Cependant, comme ces données ne sont pas présentées de façon uniforme sur les plans de la forme et des périodes, nous les avons exclues de la présente analyse.

transactions échouées sur une période prolongée, y compris les mesures qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès a prises pour remédier au défaut. Il a été conçu pour permettre la production de deux types de relevés des transactions échouées sur une période prolongée⁸.

- 1) Les courtiers sont tenus de déclarer volontairement les transactions échouées sur une période prolongée liées à des comptes au comptant et à des comptes sur marge en position acheteur. Ces transactions étaient censées être réglées par RNC (la mise en œuvre a eu lieu en juin 2011).
- 2) Au nom des courtiers membres de l'OCRCVM, la CDS fournit à l'OCRCVM des renseignements concernant les transactions échouées sur une période prolongée qui étaient censées être réglées par règlement à la pièce. Ce relevé personnalisé est appelé « fichier sur les opérations échouées reportées »⁹. Les courtiers peuvent aussi s'abonner afin de recevoir ce fichier, ainsi que les enregistrements liés à leurs propres règlements à la pièce (la mise en œuvre a eu lieu en avril 2013).

Outre la surveillance des tendances, l'OCRCVM utilise ces relevés pour signaler des problèmes potentiels liés à des ventes à découvert manipulatrices et pour déterminer si un titre devient difficile à emprunter et pourrait devoir être désigné comme « inadmissible à une vente à découvert »¹⁰.

Les courtiers membres de l'OCRCVM sont tenus d'indiquer la cause de l'échec des transactions échouées sur une période prolongée pour les deux modes de règlement (RNC et règlement à la pièce). Les courtiers peuvent choisir l'une des 18 causes d'échec, ou choisir « Autre » et fournir une explication sous forme de texte.

Malgré leurs limites, les données sur les transactions échouées sur une période prolongée comportent une information utile sur les causes d'échec de ces transactions, information qui ne peut être obtenue d'autres sources.

B. Catégories de titres

Nous classons les titres selon la bourse à laquelle ils sont cotés.

- Cotés à la TSX – titres cotés à la Bourse de Toronto
- Cotés à la TSXV – titres cotés à la Bourse de croissance TSX
- Cotés à la CSE – titres cotés à la Bourse des valeurs canadiennes
- Cotés à la NEO Bourse – titres cotés à la NEO Bourse

Nous classons le niveau de liquidité d'un titre en nous basant sur la définition de l'OCRCVM¹¹.

⁸ Selon la définition donnée dans les RUIM, une transaction échouée sur une période prolongée est une transaction qui n'a pas été réglée 10 jours ou plus après la date de règlement initiale.

⁹ Se reporter à la section 3.24 du document de la CDS intitulé « Services interactifs et par lots de la CDS – Renseignements techniques » pour obtenir de plus amples renseignements au sujet de ce fichier.

¹⁰ Selon la définition donnée dans les RUIM, le terme « 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 constituerait une vente à découvert s'il était exécuté, ne peut être saisi sur un marché au cours d'un jour ou de plusieurs jours de bourse déterminés.

¹¹ Se reporter à la définition de « titre très liquide » figurant au paragraphe 1.1 des RUIM.

- Titres très liquides – L’OCRCVM publie une liste de titres très liquides sur son site Web. Si un titre figure sur cette liste à une date donnée, nous le considérons comme très liquide à cette date.
- Titres autres que très liquides – Tous les autres titres qui ne figurent pas sur la liste sont considérés comme autres que très liquides à la date en question.

Nous déterminons les catégories de cours en calculant un cours moyen pondéré en fonction du volume (CMPFV). Ces catégories sont les suivantes.

- Un dollar ou plus – Le CMPFV du titre est égal ou supérieur à un dollar.
- Moins de un dollar – Le CMPFV du titre est égal ou supérieur à 10 cents mais inférieur à un dollar.
- Moins de 10 cents – Le CMPFV du titre est inférieur à 10 cents.

4. Constatations

A. Fréquence des défauts de règlement

Règlement net continu

Le volume des positions en cours au RNC est déclaré quotidiennement pour chaque titre. Les volumes en cours sont reportés en avant indéfiniment, de sorte que le volume de transactions devant être réglées au RNC un jour donné comprend également toutes les transactions échouées des jours précédents. En ce qui concerne les règlements par RNC, nous constatons qu’un pourcentage accru de transactions visant des titres cotés à la TSXV et à la CSE ne sont pas réglées à la date de valeur¹². Les titres cotés à la TSX présentent le moins de problèmes relativement au RNC.

La corrélation entre les défauts de règlement au RNC et le nombre total de transactions indique la force de la relation entre les défauts de règlement au RNC et le volume de négociation. Le coefficient de corrélation est compris entre -1 et 1. La forte corrélation que nous constatons à l’égard des titres cotés à la TSXV et à la CSE montre qu’une augmentation du volume de négociation s’accompagne d’une augmentation des défauts de règlement au RNC. Les chiffres moins élevés observés pour les titres cotés à la TSX et à la NEO Bourse montrent toutefois que les défauts de règlement au RNC n’augmentent pas toujours en même temps que le volume de négociation. Cela porte à croire, sans le prouver, que le défaut de règlement des transactions sur des titres cotés à la TSXV et à la CSE est étroitement lié au volume de négociation ou à un facteur sous-jacent connexe, alors que le défaut de règlement des transactions sur des titres cotés à la TSX ou à la NEO Bourse est lié à d’autres facteurs.

Intentions de rachat d’office dans le cadre du RNC

Les adhérents de la CDS soumettent des intentions de rachat d’office relativement au RNC. Il n’existe pas de fonction de rachat d’office pour les transactions réglées à la pièce. Nous observons ici la même

¹² La date de valeur est la date convenue entre toutes les parties pour le règlement d’une transaction. La date de valeur est fixée au moment de l’exécution de la transaction.

tendance, à savoir que les titres cotés à la TSXV et à la CSE font davantage l'objet de rachats d'office que les titres cotés à la TSX ou à la NEO Bourse.

Règlement à la pièce

L'examen des transactions devant être réglées à la pièce permet de déterminer depuis combien de temps dure un défaut de règlement. L'OCRCVM définit une transaction échouée sur une période prolongée comme une transaction échouée dont la date de valeur est dépassée depuis au moins 10 jours. Moins de 1 % du volume total de transactions devant être réglées à la pièce répond à cette définition; cependant, nous constatons que le pourcentage du volume associé à cette catégorie est plus élevé pour les titres cotés à la TSXV, à la CSE et à la NEO Bourse que pour les titres cotés à la TSX.

Les règlements à la pièce sont déclarés dans des enregistrements distincts. Un enregistrement peut être réglé au complet, ou être supprimé et remplacé par un autre enregistrement. Un enregistrement ne peut en aucun cas être réglé partiellement. Cependant, dans la pratique, les adhérents de la CDS peuvent vouloir :

- régler une partie du volume de transactions devant être réglées à la pièce;
- annuler une partie du volume de transactions devant être réglées à la pièce (par exemple en raison de rachats d'office demandés par le courtier négociant qui réduisent le montant devant être réglé);
- établir le solde net des achats et des ventes d'un même client pour réduire le montant devant être réglé.

Dans tous les cas ci-dessus, le courtier doit supprimer l'enregistrement existant et le remplacer par un nouvel enregistrement contenant le nouveau montant. Nous avons mesuré la différence entre le volume qui était censé être réglé à la date de valeur et le volume ultérieurement réglé. Nous constatons qu'un pourcentage relativement élevé du volume devant être réglé à la pièce est supprimé avant le règlement. Ce pourcentage est le plus faible dans le cas des actions cotées à la TSX; cependant, la différence n'est pas aussi importante que pour les autres paramètres traités dans la présente section.

Tableau 1 : Statistiques sur la fréquence des défauts de règlement

PARAMÈTRE	Titres cotés à la TSX	Titres cotés à la TSXV	Titres cotés à la CSE	Titres cotés à la NEO Bourse
Défaut de règlement au RNC en % du volume négocié	3,30 %	13,26 %	18,62 %	7,73 %
Corrélation entre le défaut de règlement au RNC et le volume de négociation total	0,45	0,75	0,82	0,46
Intentions de rachat d'office au RNC en % du volume négocié	1,67 %	5,77 %	8,64 %	0,23 %
% de transactions devant être réglées à la pièce qui deviennent des transactions échouées sur une période prolongée	0,11 %	0,50 %	0,61 %	0,62 %
% de transactions devant être réglées à la pièce qui sont supprimées avant le règlement	3,42 %	4,28 %	5,41 %	6,05 %

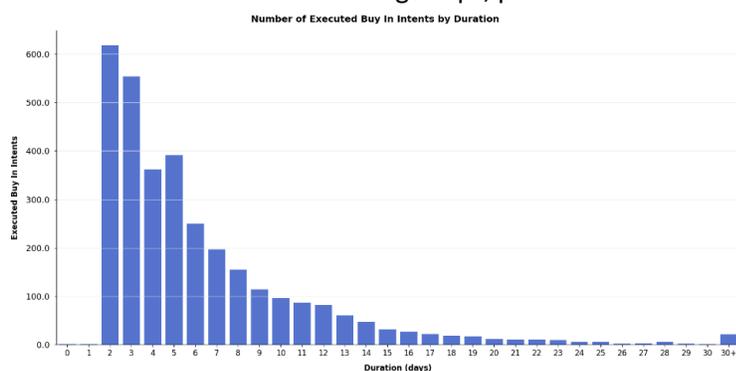
B. Durée des défauts de règlement

Règlement net continu

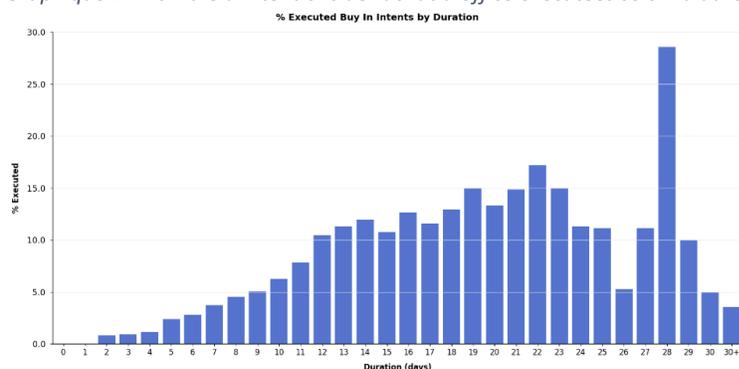
En raison de l'établissement du solde net et du caractère cumulatif des positions en cours au RNC, les données ne nous permettent pas de mesurer la durée des défauts de règlement particuliers.

Exécution des rachats d'office dans le cadre du RNC

Dans le graphique ci-après, nous constatons que le plus grand nombre de rachats d'office sont exécutés deux jours après la date de valeur (ce qui correspond à la période d'attente de deux jours intégrée à la fonction de rachat d'office dans le cadre du RNC) et que le nombre d'exécutions de rachats d'office diminue au fil du temps. À l'inverse, le pourcentage d'intentions de rachat d'office qui sont exécutées augmente au fil du temps jusqu'à 22 jours après la date de valeur. En termes simples, plus le processus relatif au rachat d'office dure longtemps, plus le rachat d'office est susceptible d'être exécuté.



Graphique 1 : Nombre d'intentions de rachat d'office exécutées selon la durée



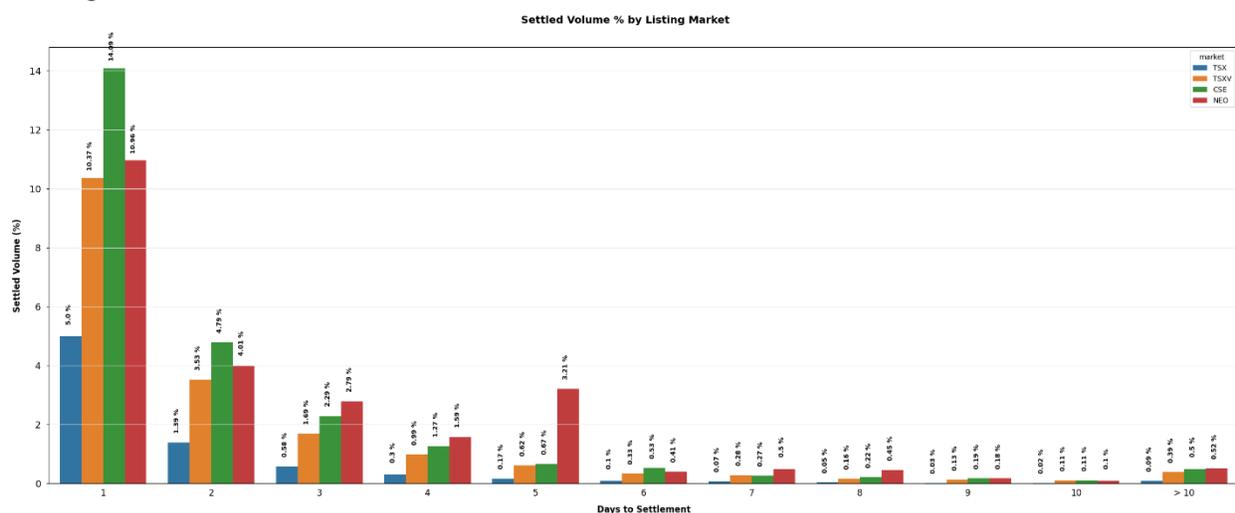
Graphique 2 : Pourcentage d'intentions de rachat d'office exécutées selon la durée

Règlement à la pièce

À la fin du jour 0 (date de valeur, qui ne figure pas dans le graphique ci-après), les pourcentages suivants de transactions devant être réglées à la pièce sont réglés :

- 92,19 % (titres cotés à la TSX)
- 81,38 % (titres cotés à la TSXV)
- 75,05 % (titres cotés à la CSE)
- 75,28 % (titres cotés à la NEO Bourse)

Comme le montre le graphique ci-après, pour tous les titres cotés, le volume de règlement à la pièce décroît rapidement, des volumes de plus en plus faibles étant réglés chaque jour. Comme susmentionné, moins de 1 % des transactions devant être réglées à la pièce mettent 10 jours ou plus à être réglées.



Graphique 3 : Délai de règlement à la pièce (en jours), par marché

Dans la section précédente, qui traitait de la fréquence des défauts de règlement, nous avons indiqué le pourcentage de transactions devant être réglées à la pièce qui sont supprimées avant le règlement, ventilées par marché. Le tableau ci-après montre quel pourcentage de ces transactions est effectivement réglé ou supprimé, selon l'âge de la transaction. Nous constatons que la proportion de transactions supprimées augmente avec le temps. Les transactions échouées sur une période prolongée sont plus susceptibles d'être supprimées que réglées (la proportion atteint 51 % pour la période de 11 à 30 jours après la date de valeur).

Tableau 2 : Pourcentage de transactions (règlement à la pièce) réglées ou supprimées, par rapport à la date de valeur

Jour	0-3	4-10	11-30	31-60	61-90	91+	Total
% de transactions réglées	87,73 %	60,67 %	49,06 %	30,50 %	17,44 %	17,36 %	83,20 %

% de transactions supprimées	12,27 %	39,33 %	50,94 %	69,50 %	82,56 %	82,64 %	16,80 %
------------------------------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------

C. Causes des défauts de règlement

Dans le cadre du régime de déclaration des transactions échouées sur une période prolongée de l'OCRCVM (décrit dans l'introduction du présent rapport), les courtiers membres de l'OCRCVM déclarent volontairement les transactions échouées sur une période prolongée pour les comptes qui devraient normalement être réglés par RNC. Du côté des transactions devant être réglées à la pièce, la CDS déclare les transactions échouées sur une période prolongée directement à l'OCRCVM et les courtiers ajoutent des champs complémentaires à ces données.

Pour l'un et l'autre modes de règlement (RNC et règlement à la pièce), le participant de l'OCRCVM sélectionne la cause de l'échec parmi plusieurs options.

Règlement net continu

Le tableau suivant présente les causes indiquées pour expliquer le défaut de règlement des transactions échouées sur une période prolongée qui devaient être réglées par RNC. Les causes d'échec les plus courantes sont « Contrepartie – Position vendeur » et « Vente à découvert » (pourcentage combiné de 33 %), et « Autre » (30 %).

Tableau 3 : Causes d'échec des transactions échouées sur une période prolongée (RNC)

Cause d'échec des transactions échouées sur une période prolongée (RNC)	% de transactions
Autre	30 %
Contrepartie – Position vendeur	19 %
Vente à découvert	14 %
Réorganisation, changement dans l'entreprise	12 %
Titre chez l'agent des transferts	8 %
Levée de la restriction (144A, etc.)	4 %
Transfert de compte en attente	3 %
Assignation d'options sur actions	3 %
Opération annulée	1 %
Dépôt du certificat en attente	1 %
Position en cours de déplacement entre dépositaires/marchés	1 %
Exercice d'options d'achat d'actions par un employé	1 %
Instructions de règlement incorrectes	1 %
Contrepartie – pas d'instructions	0 %
Nouvelle émission	0 %
Titre déposé dans le mauvais compte	0 %
Sans provision	0 %
Certificat perdu, en cours de remplacement	0 %
Titre gelé pendant le règlement chez le dépositaire	0 %

Total	100 %
--------------	-------

Règlement à la pièce

Le tableau suivant présente les causes indiquées pour expliquer le défaut de règlement des transactions échouées sur une période prolongée qui devaient être réglées à la pièce. Les causes les plus courantes sont « Autre » (39 %) et « Contrepartie – Position vendeur » (37 %)¹³. La cause « Vente à découvert » est très rarement utilisée (0 %).

Tableau 4 : Causes d'échec des transactions échouées sur une période prolongée (règlement à la pièce)

Cause d'échec des transactions échouées sur une période prolongée (règlement à la pièce)	% de transactions
Autre	39 %
Contrepartie – Position vendeur	37 %
Opération annulée	9 %
Contrepartie – pas d'instructions	7 %
Transfert de compte en attente	3 %
Réorganisation, changement dans l'entreprise	1 %
Dépôt du certificat en attente	1 %
Levée de la restriction (144A, etc.)	1 %
Instructions de règlement incorrectes	1 %
Contrepartie indiquant des renseignements différents (prix, quantité, etc.)	1 %
Titre chez l'agent des transferts	0 %
Position en cours de déplacement entre dépositaires/marchés	0 %
Vente à découvert	0 %
Nouvelle émission	0 %
Exercice d'options d'achat d'actions par un employé	0 %
Sans provision	0 %
Assignation d'options sur actions	0 %
Titre gelé pendant le règlement chez le dépositaire	0 %
Titre déposé dans le mauvais compte	0 %
Total	100,00 %

D. Relation entre les ventes à découvert et les défauts de règlement

Règlement net continu

¹³ Les données sur les transactions devant être réglées à la pièce nous sont fournies du point de vue du courtier qui n'a pas reçu les titres. Du point de vue de ce courtier, l'agent de règlement du client (p. ex. le courtier de premier ordre ou le dépositaire) est l'entité qui est en position vendeur et qui ne lui a pas livré les titres.

La corrélation entre les défauts de règlement au RNC et les ventes à découvert¹⁴ indique la force de la relation entre les défauts de règlement au RNC et le volume des ventes à découvert. Le coefficient de corrélation est compris entre -1 et 1. La corrélation accrue que nous constatons parmi les titres cotés à la TSXV et à la CSE montre qu'une augmentation des ventes à découvert s'accompagne d'une augmentation des défauts de règlement au RNC. Les chiffres moins élevés observés pour les titres cotés à la TSX et à la NEO Bourse montrent toutefois que les défauts de règlement au RNC n'augmentent pas toujours en même temps que les ventes à découvert. Cela porte à croire, sans le prouver, que le défaut de règlement des transactions sur des titres cotés à la TSXV et à la CSE est surtout étroitement lié au volume des ventes à découvert ou à un facteur sous-jacent connexe (comme le volume total de négociation), alors que le défaut de règlement des transactions sur des titres cotés à la TSX ou à la NEO Bourse est lié à d'autres facteurs.

Le pourcentage de titres qui présentent une forte corrélation positive entre les défauts de règlement au RNC et les positions à découvert déclarées à l'OCRCVM est élevé (de 28 % à 34 %) pour tous les titres cotés. Rappelons que les positions à découvert sont déclarées deux fois par mois et qu'elles représentent la vente à découvert d'un titre. Étant donné cette déclaration ponctuelle, le résultat indique, en gros, que « si les positions en cours au RNC sur un titre tardent à être réglées, c'est qu'il s'agit probablement de positions à découvert en cours » (bien qu'aucune relation de cause à effet ne puisse être établie).

Règlement à la pièce

La corrélation entre le volume de transactions devant être réglées à la pièce qui sont réglées 10 jours ou plus après la date de valeur et les ventes à découvert indique la force de la relation entre le défaut de règlement de ces transactions et le volume des ventes à découvert. Les corrélations sont relativement faibles sur l'ensemble des marchés (allant de -0,07 à 0,33).

La corrélation entre le volume d'opérations devant être réglées à la pièce qui sont supprimées 10 jours ou plus après la date de valeur et les ventes à découvert est relativement élevée pour les titres cotés à la TSX (0,60) et faible (allant de 0,24 à 0,47) pour tous les autres. Ce résultat indique, en gros, que « pour les titres cotés à la TSX en particulier, il existe une certaine relation entre les ventes à découvert et un amalgame de règlements partiels, d'établissement de soldes nets et de rachats d'office à l'initiative du courtier » (bien qu'aucune relation de cause à effet ne puisse être établie).

Seul un petit pourcentage de titres (de 5 % à 8 %) présentent une forte corrélation positive entre le volume de transactions devant être réglées à la pièce qui sont réglées 10 jours ou plus après la date de valeur et les positions à découvert. Le reste des titres présentent une corrélation faible ou négative. Ces pourcentages sont plus faibles que pour les défauts de règlement au RNC (de 28 % à 34 %). Il vaut la peine de mentionner que les transactions devant être réglées à la pièce sont souvent réglées auprès d'entités non membres de l'OCRCVM, et que ces mêmes entités ne sont pas obligées de déclarer leurs positions à découvert à l'OCRCVM. La relation réelle pourrait être différente du résultat obtenu ici si nous disposions de données sur les positions à découvert des entités non membres de l'OCRCVM.

¹⁴ Au cours de la période à l'étude, le pourcentage des transactions exécutées en tant que ventes à découvert par rapport au volume total de négociation représentait 19 % dans le cas des titres cotés à la TSX, 9 % dans le cas des titres cotés à la TSXV, 12 % dans le cas des titres cotés à la CSE et 7 % dans le cas des titres cotés à la NEO Bourse.

Tableau 5 : Statistiques sur la relation entre les ventes à découvert et les défauts de règlement

PARAMÈTRE	Titres cotés à la TSX	Titres cotés à la TSXV	Titres cotés à la CSE	Titres cotés à la NEO Bourse
Corrélation entre les défauts de règlement au RNC et les ventes à découvert	0,44	0,76	0,77	0,39
% de titres présentant une forte corrélation positive entre les défauts de règlement au RNC et les positions à découvert	28 %	29 %	34 %	30 %
Corrélation entre le volume de transactions (règlement à la pièce) réglées 10 jours ou plus après la date de valeur et les ventes à découvert	0,33	0,26	0,22	-0,07
Corrélation entre le volume de transactions (règlement à la pièce) supprimées 10 jours ou plus après la date de valeur et les ventes à découvert	0,60	0,31	0,47	0,24
% de titres présentant une forte corrélation positive entre le volume de transactions (règlement à la pièce) réglées 10 jours ou plus après la date de valeur et les positions à découvert	5 %	6 %	8 %	8 %

E. Courtiers présentant des valeurs aberrantes

Nous voulions cerner les courtiers qui connaissent davantage de problèmes de règlement que leurs pairs :

- pour comprendre l'ampleur des processus et des difficultés liés au règlement chez les courtiers;
- pour résoudre tout problème réglementaire systémique touchant les courtiers membres de l'OCRCVM.

Nous avons considéré qu'un courtier présentait des valeurs aberrantes lorsqu'il connaissait un nombre élevé de problèmes de règlement en regard de son propre volume de négociation et comparativement aux autres courtiers. Nous avons basé notre recherche sur les critères indiqués ci-après.

- Taux accru de défaut de règlement au RNC par rapport au volume de négociation
- Volume accru de transactions (règlement à la pièce) réglées 10 jours ou plus après la date de valeur par rapport au volume réglé
- Volume accru de transactions (règlement à la pièce) supprimées 10 jours ou plus après la date de valeur par rapport au volume réglé
- Nombre accru de transactions (règlement à la pièce) réglées 10 jours ou plus après la date de valeur par rapport aux transactions réglées

Plusieurs courtiers membres de l'OCRCVM présentaient des valeurs aberrantes sur le plan du règlement des titres cotés à au moins trois bourses. Nous n'avons pu déterminer la cause de ces problèmes de règlement.

Courtiers chargés de comptes

Quelques-uns des courtiers présentant des valeurs aberrantes en raison d'un taux élevé de défaut de règlement au RNC sont des courtiers chargés de comptes. Un examen plus approfondi de l'OCRCVM permettrait de mieux comprendre si la relation remisier-courtier chargé de comptes augmente la complexité du processus de règlement au RNC.

Courtiers exerçant des activités transfrontalières

Les quelques autres courtiers présentant des valeurs aberrantes, soit en raison d'un taux élevé de défaut de règlement à la pièce, soit en raison d'un taux relativement faible pour tous les titres cotés, sont des courtiers exerçant des activités transfrontalières. Un examen plus approfondi de l'OCRCVM permettrait aussi de mieux comprendre si le règlement de transactions transfrontalières augmente la complexité du processus de règlement à la pièce des transactions.

F. Titres présentant des valeurs aberrantes

Nous voulions cerner les titres présentant des valeurs aberrantes :

- pour déterminer s'il existe des tendances qui permettraient d'orienter les projets réglementaires;
- pour résoudre tout problème réglementaire systémique lié à des titres particuliers.

Nous avons considéré qu'un titre présentait des valeurs aberrantes lorsque les deux conditions suivantes étaient réunies : 1) le titre présentait davantage de problèmes de règlement que les titres similaires; 2) le montant du règlement était important. La première condition nous aide à repérer les titres qui présentent une proportion importante de problèmes de règlement. La deuxième condition nous permet d'exclure les titres très faiblement négociés.

Nous avons basé notre recherche sur les critères indiqués ci-après.

- Taux élevé de défaut de règlement au RNC par rapport au volume de négociation
- Volume élevé de transactions (règlement à la pièce) réglées 10 jours ou plus après la date de valeur par rapport au volume réglé
- Volume élevé de transactions (règlement à la pièce) supprimées 10 jours ou plus après la date de valeur par rapport au volume réglé
- Nombre élevé de transactions (règlement à la pièce) réglées 10 jours ou plus après la date de valeur par rapport aux transactions réglées

Afin de cerner un vaste éventail de titres présentant des valeurs aberrantes, nous avons effectué des recherches basées sur ces critères dans toutes les catégories de liquidité et de cours. Au total, nous avons cerné plus de 300 titres présentant des valeurs aberrantes selon deux critères ou plus. Afin de déterminer l'incidence des problèmes de règlement possibles, l'OCRCVM devra effectuer une analyse au cas par cas débordant le cadre de la présente étude. Le tableau ci-après expose la répartition par marché des titres présentant des valeurs aberrantes (selon deux critères ou plus) :

Tableau 6 : Nombre de titres présentant des valeurs aberrantes, par marché

Marché	Nombre de titres présentant des valeurs aberrantes (deux critères ou plus)
TSX	102
TSXV	114
CSE	68
NEO Bourse	35

TSX

Les titres cotés à la TSX qui présentent des valeurs aberrantes sont concentrés dans les secteurs suivants.

- Métaux et mines
- Énergie
- Matériaux de base

Ces titres présentent un peu plus de problèmes liés au règlement à la pièce, et un peu moins en ce qui concerne le règlement par RNC.

TSXV

Les titres cotés à la TSXV qui présentent des valeurs aberrantes sont concentrés dans les secteurs suivants.

- Matériaux de base
- Métaux et mines
- Santé

Les titres des secteurs des matériaux de base et des métaux et mines présentent davantage de problèmes liés au règlement à la pièce, et beaucoup moins en ce qui concerne le règlement par RNC. Ce rapport est inversé pour les titres du secteur de la santé, ces derniers présentant un peu plus de problèmes liés au règlement par RNC.

CSE

Les titres cotés à la CSE qui présentent des valeurs aberrantes sont concentrés dans le secteur suivant.

- Santé

Les titres du secteur de la santé présentent davantage de problèmes liés au règlement à la pièce, et beaucoup moins en ce qui concerne le règlement par RNC.

NEO Bourse

Les titres cotés à la NEO Bourse qui présentent des valeurs aberrantes sont concentrés dans les secteurs suivants.

- Finance (FNB)
- Santé

Ces titres présentent moins de problèmes liés au règlement à la pièce, et beaucoup plus en ce qui concerne le règlement par RNC.

5. Conclusions

Il est clair, d'après la présente étude, que les titres de sociétés à petite capitalisation (identifiés d'après le marché sur lequel ils sont cotés) présentent généralement davantage de problèmes de règlement que les titres de sociétés à grande capitalisation. Ces problèmes comprennent un pourcentage accru de transactions échouées, un délai prolongé avant que les transactions échouées (dans le cas du règlement à la pièce) soient réglées et une corrélation accrue entre le nombre de ventes à découvert et le nombre de problèmes de règlement au RNC.

L'étude montre que les ventes à découvert représentent un facteur dans de nombreux relevés des transactions échouées sur une période prolongée. Pour les deux modes de règlement (RNC et règlement à la pièce), les causes d'échec les plus souvent indiquées par les courtiers sont liées aux ventes à découvert. Ensuite, vient la cause « Autre ». Les corrélations entre les problèmes de règlement et les ventes à découvert ne sont pas concluantes, certaines étant fortes et d'autres faibles. Aucun travail n'a été fait pour établir une relation de cause à effet.

L'étude a permis de cerner des courtiers qui présentaient davantage de retards de règlement que leurs pairs.

L'examen des titres présentant des valeurs aberrantes révèle que ces titres sont plus nombreux dans certains secteurs que dans d'autres. Les secteurs les plus représentés sont les métaux et mines, l'énergie, les matériaux de base, la santé et la finance (FNB). Fait intéressant, certains titres du secteur du cannabis continuent de présenter des problèmes de règlement lorsqu'ils accèdent à la cote d'une bourse plus importante.