

## Document de consultation 25-403 des ACVM

### *La vente à découvert activiste*

Le 3 décembre 2020

#### Introduction

Le présent document de consultation (le **document de consultation**) a pour objet de favoriser la discussion concernant les préoccupations que soulève la vente à découvert activiste et son incidence potentielle sur les marchés financiers canadiens.

Depuis 2019, un comité (**nous** ou le **comité**) constitué de membres du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) a entrepris des travaux de recherche et d'analyse au sujet de la vente à découvert activiste. Les ACVM se sont penchées sur cette activité dans la foulée de l'accroissement du nombre de campagnes de ce type visant des émetteurs canadiens (les **Campagnes**) et des préoccupations suscitées par l'incidence potentielle de la vente à découvert activiste sur nos marchés<sup>1</sup>. Nous avons également entendu des parties prenantes se dire inquiètes qu'une intervention réglementaire inhibe les avantages que procure la vente à découvert et altère le processus de formation des cours<sup>2</sup>.

Afin de documenter notre analyse sur le sujet et de veiller à ce que les ACVM disposent de toute l'information pertinente avant de décider si une intervention réglementaire s'impose, nous lançons une consultation publique sur les enjeux relevés dans le cadre de notre recherche. Le présent document de consultation expose notre compréhension des préoccupations, résume la recherche que nous avons effectuée à ce jour, et vise à solliciter des commentaires, appuyés par des éléments probants si possible, de la part de parties prenantes sur les questions précises qui y sont énoncées.

Le présent document de consultation se compose de quatre parties; la partie I présente une introduction et une mise en contexte de l'examen de la vente à découvert activiste par le comité; les trois autres parties portent sur les sujets particuliers de la consultation, à savoir :

- II) la nature et l'étendue de l'activité de vente à découvert activiste au Canada;
- III) le cadre réglementaire canadien et international;

---

<sup>1</sup> Voir, p. ex. Barbara Shecter, « Activist short-sellers are increasingly targeting Canadian companies – is Canada ready? », *Financial Post* (6 octobre 2017) [Shecter]; Orestes Pasparakis, Walied Soliman & Joe Bricker, « It's time for legislators to crack down on abusive short-selling », page en regard de l'éditorial du journal *The Globe and Mail* (18 janvier 2019) [Pasparakis, Soliman & Bricker]; et Pete Evans, « Canada needs to toughen short selling rules to weed out abuse, market watchers say », *CBC News* (11 février 2019) [Evans]; Yves Allaire « Short-seller heists: Why do institutional investors support activist hedge funds only out for a quick profit? », page en regard de l'éditorial du journal *Financial Post* (3 décembre 2019).

<sup>2</sup> Voir, p. ex. Larry MacDonald, « Regulations to rein in short-sellers must not undercut activists' positive effects », *The Globe and Mail* (30 janvier 2020).

- IV) les problèmes liés aux mesures de sanction et aux autres mesures correctives potentielles.

Chaque partie résume la recherche effectuée par le comité ainsi que sa compréhension des enjeux et des préoccupations qu'ils soulèvent et énonce des questions posées dans le cadre de la consultation.

## I. CONTEXTE

Nous désignons par l'expression « vente à découvert activiste » l'activité d'une personne physique ou d'une entité qui prend une position vendeur, ou « courte », sur un titre pour ensuite faire une déclaration publique, publier un rapport ou diffuser publiquement de l'information ou une analyse susceptible de faire chuter le cours du titre en question. Si la valeur du titre diminue, le vendeur à découvert réalise un profit<sup>3</sup>. Les vendeurs à découvert activistes sont un sous-groupe des vendeurs à découvert « directionnels »<sup>4</sup> mais ils s'en distinguent principalement par le fait qu'ils expriment publiquement leurs préoccupations au sujet d'un émetteur. Des renseignements importants et exacts au sujet d'un émetteur, qu'ils soient positifs ou négatifs, contribuent à l'adéquation entre le cours du marché et la valeur fondamentale des titres de l'émetteur. Toutefois, l'utilité de la vente à découvert activiste pour le marché ou le préjudice qu'elle lui cause dépend de l'importance et de l'exactitude de l'information sur laquelle elle s'appuie et de l'existence ou non d'une intention manipulatrice de diffuser des faussetés ou d'altérer les cours.

Si la vente à découvert activiste n'est pas nouvelle, ces types de campagnes ont cependant attiré considérablement plus d'attention ces dernières années, un phénomène qui peut s'expliquer en partie par la popularisation des médias sociaux et son incidence sur les marchés<sup>5</sup>. En effet, grâce aux plateformes de médias sociaux, les grands vendeurs à découvert activistes suivis par de nombreux abonnés peuvent promouvoir et diffuser leurs théories au sujet de sociétés cibles à un auditoire plus vaste et à un rythme bien plus rapide<sup>6</sup>.

Si l'activisme actionnarial traditionnel est une pratique bien acceptée sur nos marchés et majoritairement considérée comme un effort en vue d'améliorer la valeur réelle des sociétés ouvertes pour les actionnaires, l'activisme des vendeurs à découvert est souvent perçu différemment. Les vendeurs à découvert activistes affirment qu'ils créent de la valeur pour les marchés organisés en contribuant à leur efficacité et à la formation des cours. Certains vont jusqu'à décrire leur activité comme un [TRADUCTION]« mécanisme de

---

<sup>3</sup> On trouvera de plus amples renseignements sur le mécanisme de la vente à découvert dans la section B ci-après. Voir aussi, p. ex. Wuyang Zhao, « Activist Short-Selling and Corporate Opacity » (28 janvier 2020) sur SSRN [Zhao]; et Alexander Ljungqvist & Wenlan Qian, « How Constraining Are Limits to Arbitrage? » (5 mars 2016), *Institute of Global Finance Working Paper No. 7*, sur SSRN [Ljungqvist & Qian]. Certains experts appellent ce type d'activité de l'« activisme négatif », voir Joshua Mitts, « A Legal Perspective on Technology and the Capital Markets: Social Media, Short Activism and the Algorithmic Revolution » (28 octobre 2019), *Columbia Law and Economics Working Paper No. 615*, sur SSRN.

<sup>4</sup> Les vendeurs à découvert directionnels prévoient une baisse du cours d'un titre vendu, contrairement aux autres vendeurs à découvert qui couvrent une position acheteur ou se prévalent d'un arbitrage et qui ne profiteront pas d'un mouvement subséquent à la baisse ou à la hausse du cours.

<sup>5</sup> Voir Adam Kornblum « 11 Tweets that Turned the Stock Market Upside Down », *Ogilvy Insights* (13 août 2018).

<sup>6</sup> Michael P. Regan, « The Tiny Activist Fund That Reaped 24% Return by Unearthing 'Cockroaches' », *Bloomberg Markets* (20 mai 2019).

défense de première ligne contre la fraude et les pertes qui s'ensuivent »<sup>7</sup>. Leur approche n'est pas à l'abri de la controverse. Si un tel vendeur à découvert atteint son objectif, cela signifie que sa théorie a convaincu le marché et qu'il a provoqué une baisse du cours de l'action de l'émetteur cible, et donc une perte de valeur pour les actionnaires<sup>8</sup>.

### A. Préoccupations soulevées

Au cours des dernières années, certains acteurs du marché canadien, principalement des émetteurs, ont fait part de leurs préoccupations au sujet du phénomène de la vente à découvert activiste et de son incidence sur nos marchés<sup>9</sup>. Ces inquiétudes semblent fondées sur les perceptions suivantes :

- le Canada connaît un nombre croissant de Campagnes de ventes à découvert activistes<sup>10</sup>;
- le cadre réglementaire canadien qui régit la vente à découvert est moins strict que celui d'autres territoires<sup>11</sup>;
- les mesures dissuasives à l'endroit des comportements fautifs sont inadéquates, vu le nombre limité de mesures de sanction des ventes à découvert activistes qui sont problématiques ainsi que le manque de voies de droit effectives en cas d'inconduite<sup>12</sup>.

Par contre, les vendeurs à découvert activistes affirment cibler des sociétés canadiennes parce que le Canada est [TRADUCTION] « un terrain fertile pour les délits d'entreprise<sup>13</sup> » et que leurs travaux de recherche et d'analyse jouent un rôle important dans la formation des cours en dévoilant de nouveaux renseignements<sup>14</sup>. Des vendeurs à découvert et d'autres intervenants ont dit craindre qu'une intervention réglementaire restreignant cette activité ne risque d'inhiber celle qui est bénéfique<sup>15</sup>.

---

<sup>7</sup> Lettre de Fahmi Quadir, chef des investissements, Saffkhet Capital Management LLC au P<sup>r</sup> Jean-Pierre Bussalb, chef du service des ventes à découvert, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht datée du 15 mars 2019 [Lettre ouverte de Saffkhet].

<sup>8</sup> Comme le signalent Partoy et coll., [TRADUCTION] « contrairement à l'activisme positif, qui comporte souvent une présomption normative puissante et positive, l'activisme négatif s'engage dans une lutte normative puisqu'il est présumé détruire la valeur pour les actionnaires. » Barbara A Bliss, Peter Molk & Frank Partnoy, « Negative Activism » (25 février 2019) 97 *Washington University Law Review*, à paraître, *University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 19-19*, p. 11, sur SSRN [Bliss, Molk & Partnoy].

<sup>9</sup> Comme on le verra dans la section D de la partie III, des préoccupations concernant la vente à découvert et la vente à découvert activiste sont également réapparues dans d'autres territoires.

<sup>10</sup> Voir, p. ex. Shecter, *supra* note 1; Pasparakis, Soliman & Bricker, *supra* note 1; Evans, *supra* note 1.

<sup>11</sup> Voir, p. ex. la déclaration du juge Perell dans l'affaire *Harrington Global Opportunities Fund S.A.R.L. v Investment Industry Regulatory Organization of Canada*, 2018 CSON 7739, par. 11 : [TRADUCTION] « Il existe une perception selon laquelle la réglementation de la vente à découvert est permissive et laxiste au Canada en regard de celle qui encadre d'autres marchés financiers. » [Harrington].

<sup>12</sup> Paul Davis et coll., « An Analysis of the Short Selling Landscape in Canada: A New Path Forward is Needed to Improve Market Efficiency and Reduce Systemic Risk » (2019) *McMillan LLP* [Davis et coll.].

<sup>13</sup> Voir, p. ex. Shecter, *supra* note 1.

<sup>14</sup> Voir, p. ex. Ben Axler « Counterpoint: Short sellers like us create real value for public markets by telling Canadian investors the truth », *Financial Post* (17 décembre 2019).

<sup>15</sup> Voir la Lettre ouverte de Saffkhet, *supra* note 7, critiquant l'interdiction de vente à découvert visant Wirecard : [TRADUCTION] « La vente à découvert, de toute évidence, produit des externalités positives sur le marché en général et plus particulièrement sur les investisseurs, que les autorités de réglementation ont le devoir de protéger [...] les données ne prouvent pas l'existence d'un degré élevé de manipulation de la part de vendeurs à découvert. »

Dans l'examen de ces enjeux, les ACVM ont estimé que des renseignements supplémentaires étaient nécessaires pour bien analyser les préoccupations soulevées. Par exemple, à l'exception des vendeurs à découvert activistes qui se sont fait connaître dans les médias ou qui ont publié des analyses et des rapports complets, il existe bien peu de renseignements et de données au sujet des activités de tels vendeurs moins connus (par exemple des analyses ou des commentaires négatifs anonymes publiés à propos d'un émetteur sur des plateformes de médias sociaux). Même dans le cas des activistes les plus connus, on trouve peu de renseignements concernant l'incidence de ces campagnes sur les émetteurs concernés et sur les marchés en général.

Dans le cadre de leur examen des conséquences globale de la vente à découvert activiste sur nos marchés, les autorités en valeurs mobilières jugent important de consulter toutes les parties prenantes et de comprendre les préoccupations qu'elles ont formulées ainsi que les éléments probants sur lesquels reposent celles-ci.

## **B. La vente à découvert**

Activité de négociation soumise à un régime réglementaire fondé sur le risque et bien développé, la vente à découvert est surveillée principalement par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'OCRCVM), comme on le verra en détail dans la partie III. Les Règles universelles d'intégrité du marché (les **RUIM**) la définissent comme la 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<sup>16</sup>. Il s'agit donc de vendre des titres empruntés au cours du marché en vigueur dans l'attente de pouvoir couvrir la position vendeur par un achat ultérieur à un cours inférieur en vue de remplacer les titres empruntés.

La vente à découvert est une pratique légitime qui contribue à la liquidité du marché et à l'efficacité des cours<sup>17</sup>. Elle contribue également au processus de formation des cours en permettant aux perspectives négatives d'un émetteur de se refléter dans le cours de ses titres, ce qui limite la surévaluation et les hausses biaisées des cours<sup>18</sup>. La vente à découvert peut aussi constituer un élément important de la stratégie de couverture et de gestion du risque d'investissement de l'investisseur<sup>19</sup>. Par exemple, le produit d'une telle vente peut être affecté à une position acheteur sur un titre différent. Même dans ce cas, la vente à découvert comporte un risque puisque, si la vente n'est pas autrement « couverte », le vendeur à découvert peut perdre des sommes potentiellement illimitées si le cours du titre augmente de façon imprévue.

Le vendeur à découvert peut prendre une position vendeur sur un titre, soit directement (en empruntant des actions à vendre à découvert)<sup>20</sup>, soit synthétiquement (au moyen d'options

---

<sup>16</sup> Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM), article 1 – *Définitions et interprétation*, paragraphe 1.1.

<sup>17</sup> Carole Comerton-Forde, Charles M Jones & Talis J Putnins, « Shorting at Close Range: A Tale of Two Types » (18 mars 2015). *Journal of Financial Economics (JFE)*, à paraître; *AFA 2012 Chicago Meetings Paper; Columbia Business School Research Paper No. 12/22*, sur SSRN.

<sup>18</sup> Ekkehart Boehmer et J Julie Wu, « Short Selling and the Price Discovery Process » (16 juillet 2012), *Review of Financial Studies*, à paraître, sur SSRN.

<sup>19</sup> Voir l'Avis de consultation conjoint 23-312 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées* (2 mars 2012) [Avis conjoint 23-312].

<sup>20</sup> Les ventes à découvert effectuées sans accord préalable ou sans attente raisonnable d'emprunter le titre sont considérées comme des ventes à découvert « sans livraison » et ne sont pas autorisées en vertu de la législation en

ou de contrats à terme sur actions). Il peut toutefois se buter à certains obstacles. Par exemple, il peut s'avérer difficile ou onéreux d'emprunter des titres en vue d'une vente à découvert si ces titres sont peu négociés, subissent une forte demande de la part d'autres vendeurs à découvert ou ne peuvent être facilement prêtés<sup>21</sup>. En outre, bon nombre de titres inscrits à la cote au Canada font l'objet d'un faible volume d'opérations<sup>22</sup> et le stock de titres de capitaux propres disponibles sur le marché canadien du prêt de titres, sur lequel les titres sont habituellement empruntés en vue d'une vente à découvert, tend à être plus lourdement concentré dans les titres fortement négociés de grands émetteurs à actionnariat diffus<sup>23</sup>. De même, il peut être difficile de prendre une position vendeur synthétique, car le marché des dérivés inscrits ayant pour sous-jacents des titres de capitaux propres est relativement modeste au Canada et ne représente qu'une faible proportion des titres de capitaux propres inscrits<sup>24</sup>.

### C. La vente à découvert activiste

À l'heure actuelle, dans la plupart des territoires des autorités membres des ACVM, les vendeurs à découvert activistes ne sont pas assujettis à des obligations réglementaires particulières<sup>25</sup>, et ne sont pas définis ni facilement identifiables. Toutefois, comme toutes les autres activités de marché effectuées par des personnes physiques ou des entités non

---

valeurs mobilières et des RUIIM, sauf celles effectuées par les teneurs de marché qui fournissent de la liquidité pour le titre (voir l'*Avis sur les règles – Avis d'approbation – Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées*, Avis 12-0078 de l'OCRCVM (2 mars 2012) [l'Avis 12-0078 de l'OCRCVM]). Les ventes à découvert sans livraison peuvent se solder par des transactions échouées si le vendeur est dans l'incapacité de livrer les actions dans les deux jours de la date de livraison. Voir les détails à la section B de la partie III ci-après.

<sup>21</sup> Voir Owen A. Lamont, « Go Down Fighting: Short Sellers vs. Firms » (14 juillet 2009), *Yale ICF Working Paper No. 04-20*, sur SSRN [Lamont].

<sup>22</sup> Par exemple, au cours de la période allant de 2017 à 2019, de 50 % à 57 % des titres inscrits sur les deux principaux marchés du Canada (en fonction du nombre d'émetteurs) ont fait l'objet de moins de 2 500 opérations par année ou, en moyenne, de moins de 10 par jour. En outre, le volume des opérations annuelles sur les titres de plus des deux tiers des émetteurs inscrits a été inférieur à 25 millions d'actions, soit un volume quotidien moyen inférieur à 100 000 actions (selon le décompte annuel global des opérations et le volume négocié des émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX tiré des données de la TMX sur les inscriptions).

<sup>23</sup> Les vendeurs à découvert ne représentent qu'une partie des nombreux emprunteurs sur le marché des prêts de titres. Le prêt de titres étant un commerce à grande échelle, les prêteurs sont habituellement des investisseurs institutionnels (fonds de retraite, sociétés d'assurance, sociétés de courtage de fonds communs de placement/FNB, etc.) qui offrent de prêter des titres fréquemment négociés de grands émetteurs de leur portefeuille. De plus, le programme de prêt de titres entièrement payés de l'OCRCVM (le programme de l'OCRCVM) comprend uniquement des titres de capitaux propres qui satisfont au moins à l'un des trois critères suivants : cours moyen pondéré en fonction du volume (2,00 \$), volume moyen d'opérations (100 000 actions) ou capitalisation boursière moyenne à flottant libre (2 millions de dollars) durant une période de six mois. Pour de plus amples renseignements au sujet du prêt de titres, voir le document d'analyse du personnel 2019-5 de la Banque du Canada intitulé *Canadian Securities Lending Market Ecology* (2019). Pour de plus amples renseignements sur le programme de l'OCRCVM, voir l'Avis de l'OCRCVM 19-0109 – *Prêt de titres entièrement payés* (17 juin 2019).

<sup>24</sup> Par exemple, en date du 11 mars 2020, la principale bourse d'options du Canada, la Bourse de Montréal, comptait moins de 300 sociétés inscrites à sa cote (moins de 10 % de tous les émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX) sur sa liste d'options sur titres de capitaux propres, et seulement 223 d'entre elles avaient des contrats d'options disponibles sur le marché.

<sup>25</sup> Par exemple, les vendeurs à découvert activistes ne seraient pas tenus de s'inscrire conformément aux exigences de la législation en valeurs mobilières, à moins qu'ils ne soient autrement tenus de le faire, comme en tant que gestionnaires de fonds. La Colombie-Britannique a récemment apporté des modifications à sa loi intitulée *Securities Act* instituant un pouvoir de réglementation des entités qui entreprennent des activités promotionnelles (*promotional activities*). Ces activités incluent toute activité ou communication qui encourage une personne à acheter, à ne pas acheter, à vendre ou à conserver un titre ou un dérivé. Il est à noter que ce pouvoir de réglementation peut exclure certaines activités des activités promotionnelles. Voir la loi intitulée *Securities Act*, RSBC 1996, c. 418, art. 1 et par. 183(12.2).

réglementées ou non inscrites, la vente à découvert activiste est soumise aux interdictions déjà prévues par la législation en valeurs mobilières, par exemple celles visant la manipulation du marché, la formulation de déclarations fausses ou trompeuses ou la fraude<sup>26</sup>.

Les campagnes de vente à découvert activiste couvrent un large spectre et leur utilité finale pour le marché dépend du fait que l'information diffusée est importante et n'est ni fausse ni trompeuse<sup>27</sup>. À l'une des extrémités du spectre, des campagnes bénéfiques contribuent au processus de formation des cours grâce à la production de recherches et d'analyses factuelles sur les émetteurs. À l'autre extrémité, des campagnes répandent intentionnellement des faussetés au sujet de l'émetteur ou font des déclarations fausses ou trompeuses qui ne reposent sur aucun fondement factuel. Ces pratiques visant à manipuler le marché sont souvent appelées *short and distort campaigns* en anglais<sup>28</sup>.

Les comportements qui soulèvent des préoccupations dans le contexte des campagnes de ventes à découvert activistes comprennent :

- la diffusion de renseignements partiels qui ne donnent pas une image complète, n'incluent pas de renseignements contraires importants ou ne sont pas conformes à l'information présentée dans un rapport plus étoffé;
- la diffusion de rapports ou de commentaires exagérés;
- la formulation de conclusions ne reposant pas sur des éléments probants;
- la formulation de déclarations potentiellement trompeuses au moyen de liens vers d'autres documents.

Ces préoccupations sont exacerbées par la vitesse à laquelle l'information se répand sur les médias sociaux et par la nécessité pour l'émetteur cible de répondre aux allégations ou d'en démontrer la fausseté avant que le cours de ses titres ne chute. Toutefois, les problèmes découlant de la diffusion d'information dans le marché par les médias sociaux ou les plateformes en ligne similaires ne se limitent pas à la vente à découvert activiste. Les ACVM ont constaté que l'utilisation des médias sociaux pour publier de l'information dans le marché peut présenter des défis<sup>29</sup>. Nous n'ignorons pas la nouvelle réalité du marché : quiconque (par exemple un influenceur, un client, un fournisseur) peut facilement répandre sur les médias sociaux des renseignements non vérifiés au sujet d'un émetteur qui sont

---

<sup>26</sup> Voir, p.ex., la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, LRO 1990, c. S.5, articles 126.1 et 126.2; la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, c. V-1.1, articles 199.1 et 196; le *Securities Act* de l'Alberta, RSA 2000, c. S-4, articles 93 et 221.1; le *Securities Act* de la Colombie-Britannique, RSBC 1996, c. 418, articles 57 et 168.1; la *Loi sur les valeurs mobilières* du Manitoba, CPLM, c. S50, article 76 et paragraphe 136(1); et *The Securities Act, 1988* de la Saskatchewan, SS 1988-89, S-42.2, articles 55.1 et 55.11 et paragraphe 55.13(1).

<sup>27</sup> Bliss, Molk & Partnoy décrivent cette forme d'activisme comme de « l'activisme négatif informationnel », soit un comportement visant à découvrir puis à communiquer la vérité au sujet de sociétés dont les activistes croient les titres surévalués. Les allégations peuvent porter sur de l'information communiquée antérieurement par la société qui, selon les activistes, contient des déclarations fausses ou trompeuses ou encore des omissions, ou sur les attentes à l'égard des perspectives d'une société. Voir Bliss, Molk & Partnoy, *supra* notes 8 à 12.

<sup>28</sup> Quoique cette question sorte du cadre du présent document de consultation, force est de constater que, dans le contexte des médias sociaux, l'inverse est également vrai : il est possible, en effet, pour les investisseurs ou des parties reliées de diffuser de l'information positive fausse ou trompeuse au sujet d'un émetteur afin de profiter d'une hausse du cours de ses actions (le stratagème de manipulation du marché appelé *pump and dump* en anglais).

<sup>29</sup> Voir l'Avis 51-348 du personnel des ACVM, *Examen de l'utilisation des médias sociaux par les émetteurs assujettis* et l'Avis 51-356 du personnel des ACVM, *Activités promotionnelles problématiques des émetteurs*.

susceptibles d'infléchir le cours des titres de celui-ci<sup>30</sup>. Or, si les participants à nos marchés se livrent à des activités qui risquent de tromper les investisseurs ou de manipuler artificiellement le cours des actions d'un émetteur, l'intégrité des marchés financiers s'en trouvera compromise.

Afin de réussir sa manœuvre, le vendeur à découvert activiste doit, à tout le moins, jouir d'une certaine crédibilité et sa théorie doit soulever suffisamment de doutes au sujet d'un émetteur pour convaincre les actionnaires existants de vendre leurs actions et, potentiellement, d'autres investisseurs de vendre le titre à découvert ou encore de ne pas l'acheter. Contrairement à l'investisseur acheteur, le vendeur à découvert activiste doit généralement supporter des coûts directs pour maintenir ses positions. Après le lancement d'une campagne, il est également exposé au risque supplémentaire que le cours de l'action de l'émetteur cible ne diminue pas en raison de la réponse de l'émetteur et des opinions contraires de négociateurs acheteurs, de grands investisseurs institutionnels et d'analystes. Si le cours de l'action augmente notablement, le coût du dénouement de la position vendeur risque d'être très élevé<sup>31</sup>.

Comme on le verra en détail dans la partie II, nos recherches indiquent que les grands vendeurs à découvert activistes à l'origine des Campagnes sont relativement bien établis (par exemple près de 80 % des 48 vendeurs à découvert activistes identifiés sont actifs depuis plus de cinq ans) et sont principalement situés aux États-Unis (environ 60 %, contre 13 % qui sont situés au Canada)<sup>32</sup>. Les vendeurs à découvert qui agissent de façon anonyme ou sous un pseudonyme, ou qui ne sont présents que sur la plateforme SeekingAlpha.com (SA)<sup>33</sup>, représentent moins de 20 % de ces 48 activistes qui ont ciblé des émetteurs canadiens depuis 2010<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> Les incidences des médias sociaux sur les marchés financiers s'étendent bien au-delà de la vente à découvert activiste et dépassent donc le cadre du présent document de consultation. Pour de plus amples renseignements à ce sujet, voir Lin, Tom C. W., « The New Market Manipulation » (3 juillet 2017), *Emory Law Journal*, Vol. 66, p. 1253, 2017; *Temple University Legal Studies Research Paper No. 2017-20*, sur SSRN.

<sup>31</sup> Voir Ljungqvist & Qian, *supra* note 3. Dans cet article, les auteurs concluent que le principal obstacle au lancement de campagnes de vente à découvert dans le grand public est le coût de production de renseignements crédibles et nouveaux qui convaincront les investisseurs acheteurs de vendre leurs titres, plutôt que le manque de capitaux ou d'autres contraintes liées à la vente à découvert (comme le coût d'emprunt).

<sup>32</sup> Des experts ont constaté que l'un des éléments clés de la stratégie des vendeurs à découvert activistes réside dans leur capacité avérée à convaincre des actionnaires acheteurs de vendre leurs titres. Voir *ibid.* Statistiques fondées sur les données d'AI sur des campagnes de vente à découvert ciblant des émetteurs ayant leur siège social au Canada en date du 31 décembre 2019.

<sup>33</sup> Plateforme de recherche sociofinancée, SA affirme être le « plus important milieu d'investissement du monde » avec environ 17 millions d'utilisateurs par mois, plus de 16 000 contributeurs et un volet consacré à la vente à découvert appelé « *Short Ideas* » pour les abonnés payants. La plateforme exige que tous les contributeurs divulguent leurs positions sur les titres au sujet desquels ils écrivent et qu'ils obtiennent l'approbation de l'éditeur avant d'afficher de l'information. SA affirme que les contributeurs qui utilisent un pseudonyme sont tenus de respecter les mêmes normes en matière de conformité et de renseignements personnels que les autres contributeurs et que la confidentialité de leur nom et de leurs coordonnées véritables est respectée. En outre, les contributeurs visés par un règlement ou une mesure de la SEC doivent communiquer leur nom véritable. Pour obtenir de plus amples renseignements, voir [About Seeking Alpha](#).

<sup>34</sup> Ce renseignement peut être utile pour comprendre l'incidence des vendeurs à découvert activistes sur les marchés canadiens. Une récente étude américaine a, en effet, prouvé que les stratégies de vente à découvert visant à manipuler le marché sont plus probablement l'œuvre d'auteurs anonymes que de personnes physiques identifiables. Les vendeurs à découvert activistes dont il est question dans cette étude avaient publié sur SA un article défavorable au sujet d'un émetteur et déclaré détenir une position vendeur sur ses titres. Voir Joshua Mitts, « Short and Distort » (13 février 2020), *Columbia Law and Economics Working Paper No. 592*, sur SSRN.

## II. Recherche et constatations empiriques

Les travaux de recherche des ACVM ont consisté en l'analyse empirique de Campagnes de vendeurs à découvert activistes et en l'examen des publications spécialisées portant sur ce sujet<sup>35</sup>. L'analyse empirique se limitait aux Campagnes étudiées par Activist Insight (AI), fournisseur de données spécialisé dans le suivi d'investisseurs activistes, tant acheteurs que vendeurs. La base de données d'AI ne vise que les campagnes de grands vendeurs à découvert activistes, qu'il s'agisse d'entités ou de personnes physiques connues ou anonymes<sup>36</sup>. Ces données couvrent censément les campagnes ayant la plus grande incidence sur le marché, mais pourraient aussi omettre des campagnes lancées par des acteurs moins importants.

Les publications spécialisées portant sur les activités des vendeurs à découvert activistes sont rares et surtout concentrées sur les marchés américains où, comme on le verra ci-après, ces activités et les données sur le sujet sont suffisamment abondantes pour permettre une analyse plus rigoureuse.

### A. L'activité de vente à découvert activiste

Entre 2010 et septembre 2020, 73 émetteurs canadiens au total ont été la cible de 116 Campagnes, dont 16 (y compris les 12 lancées en 2020)<sup>37</sup> sont encore en cours selon AI<sup>38</sup>. Si on a constaté une activité accrue depuis 2015, par contre il n'y a eu pas plus de cinq cibles canadiennes annuellement pour 1 000 émetteurs inscrits canadiens<sup>39</sup>. En comparaison, les émetteurs américains sont plus fréquemment ciblés par les vendeurs à découvert activistes, soit une moyenne de 21 cibles américaines annuellement pour 1 000 émetteurs inscrits américains<sup>40</sup>.

---

<sup>35</sup> Cette analyse portait sur les émetteurs inscrits à la cote au Canada et y ayant leur siège. Ceux qui n'y ont pas leur siège ne sont pas pris en compte. En 2019, une seule Campagne a ciblé un émetteur inscrit au Canada et qui n'y a pas son siège.

<sup>36</sup> Selon AI, les grands vendeurs à découvert activistes sont ceux qui, dans leur parcours, ont diffusé des théories ou des rapports percutants, dévoilé leurs positions sur les titres de la société cible et ont eu une incidence considérable sur le cours de ces titres.

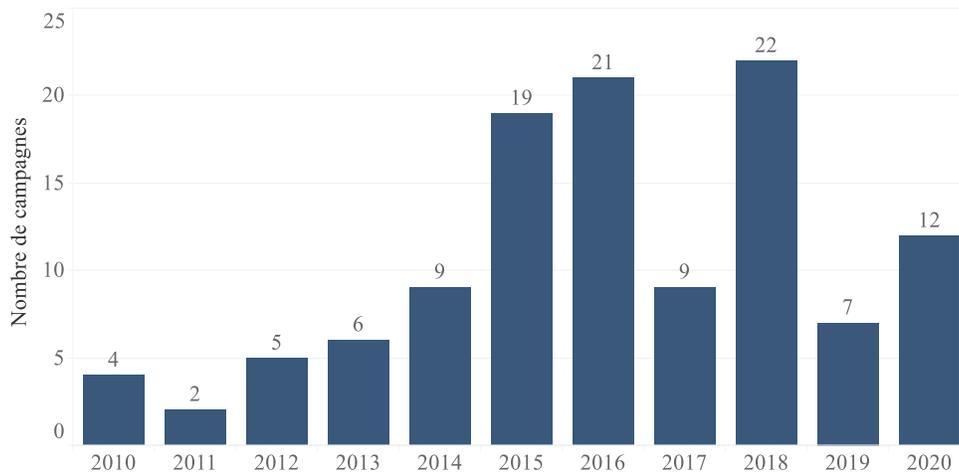
<sup>37</sup> En 2020, 12 Campagnes avaient été recensées en date du 30 septembre 2020.

<sup>38</sup> D'après les données d'AI du 1<sup>er</sup> janvier 2010 au 30 septembre 2020. Les émetteurs sont reconnus comme des émetteurs canadiens en fonction du lieu de leur siège. Certains émetteurs sont ciblés par plusieurs vendeurs à découvert activistes. AI détermine si une campagne est terminée (plutôt qu'en cours) lorsque [TRADUCTION] « le vendeur à découvert ne maintient plus sa position, d'après l'information disponible publiquement, ou est inactif depuis un an. Étant donné que les annonces à ce sujet sont rares, la plupart des campagnes sont considérées comme terminées en raison de l'inactivité. »

<sup>39</sup> Les calculs de la CVMO fondés sur les données d'AI sur les émetteurs cibles de campagnes annuelles de 2010 à septembre 2020 et le nombre d'émetteurs inscrits à la fin de chaque exercice publié par la World Federation of Exchanges de 2010 à juin 2020. Sont inclus tous les émetteurs américains inscrits au NASDAQ et à la Bourse de New York pour le marché américain de même que tous les émetteurs canadiens inscrits à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX pour le marché canadien, à l'exclusion des fonds d'investissement.

<sup>40</sup> Voir *ibid.*

Graphique 1 – Nombre de campagnes de vente à découvert activiste au Canada (de 2010 à septembre 2020)

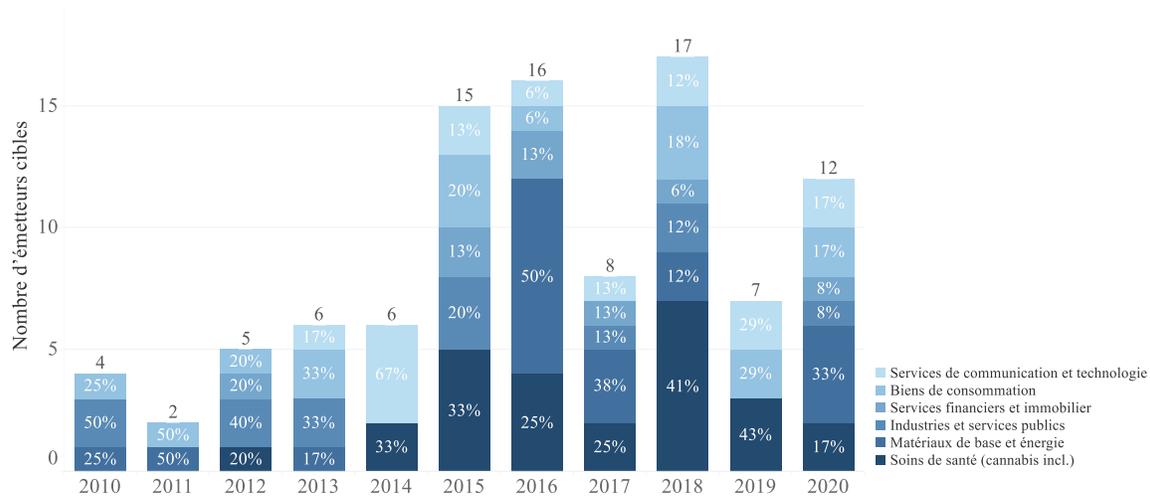


Pour le petit nombre d'émetteurs cibles canadiens relevés, l'activité annuelle des Campagnes semble très cyclique comme l'illustre le graphique 1. En règle générale, les vendeurs à découvert s'intéressent aux titres d'émetteurs et aux secteurs d'activité où ils perçoivent une surévaluation (voir le graphique 2)<sup>41</sup>. Durant les années de pointe, cette constatation est évidente, car les Campagnes des vendeurs à découvert activistes ont ciblé des émetteurs canadiens dans des secteurs particuliers potentiellement surchauffés. Par exemple, en 2018, parmi un nombre record de 17 émetteurs cibles canadiens, environ 35 % (ou six émetteurs cibles) relevaient du secteur du cannabis<sup>42</sup>. Toutefois, l'activité a fortement ralenti en 2017, avec des campagnes visant seulement huit émetteurs cibles canadiens, et, en 2019, seulement sept. En septembre 2020, on comptait 12 nouvelles campagnes ciblant des émetteurs canadiens depuis le début de l'année, mais quatre de ces émetteurs ont aussi été ciblés antérieurement par des vendeurs à découvert activistes.

<sup>41</sup> Ekkehart Boehmer, Charles M. Jones & Xiaoyan Zhang, « Which Shorts are Informed? » (4 février 2007), *AFA 2007 Chicago Meetings Paper*, sur SSRN.

<sup>42</sup> Les émetteurs du secteur du cannabis ont été classés dans le secteur des soins de santé. Le rapport de 2019 d'AI sur les activistes investissant au Canada avance que le précédent établi en 2018 était [TRADUCTION] « en grande partie dû à l'exubérance entourant le secteur émergent du cannabis, ce qui a attiré ses détracteurs. » En 2016, l'activité des vendeurs à découvert activistes s'était concentrée sur les émetteurs des secteurs des matériaux et des mines.

Graphique 2 – Émetteurs cibles de vendeurs à découvert activistes par secteur (de 2010 à septembre 2020)<sup>43</sup>



## B. Caractéristiques des campagnes canadiennes

La rubrique qui suit présente certaines caractéristiques des Campagnes qui permettent de mieux comprendre les types d'émetteurs canadiens ciblés : la taille de l'émetteur cible; l'incidence sur le cours de ses titres; le type d'allégations faites par les vendeurs à découvert activistes; et la proportion d'émetteurs cibles qui ont opposé une réponse stratégique ou subi certains contrecoups durant les Campagnes, le tout constaté par AI.

### i. Taille des émetteurs cibles

Les Campagnes visaient généralement des émetteurs de relativement grande taille (capitalisation boursière médiane de 867 millions de dollars et capitalisation boursière moyenne de 4,5 milliards de dollars<sup>44</sup>) par rapport à l'ensemble du marché canadien<sup>45</sup>. En un sens, cette donnée n'est pas étonnante puisque AI concentre ses recherches sur les grands vendeurs à découvert activistes, mais elle est concorde aussi avec les études américaines qui indiquent que les sociétés cibles sont généralement des émetteurs de grande taille dont les titres font l'objet d'un volume d'opérations très élevé tant sur le marché au comptant que sur celui des options<sup>46</sup>.

### ii. Incidence sur le cours

La plupart des Campagnes analysées (75 % des émetteurs cibles) ont eu une incidence négative sur le cours le jour de l'annonce de la première campagne et jusqu'à un mois par

<sup>43</sup> Le nombre de Campagnes et d'émetteurs cibles n'est pas équivalent pour une année donnée car un émetteur cible peut faire l'objet de plusieurs Campagnes.

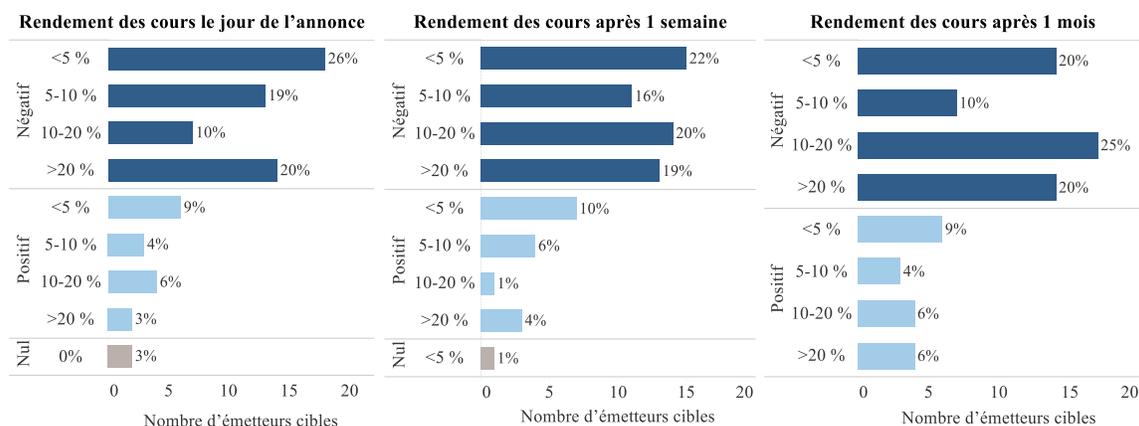
<sup>44</sup> La capitalisation boursière est calculée le jour précédant l'annonce de la première campagne du vendeur à découvert activiste pour les 69 émetteurs canadiens ciblés de 2010 au 30 septembre 2020 sur lesquels des données de marché historiques étaient disponibles.

<sup>45</sup> À titre comparatif, la capitalisation boursière médiane en fin d'exercice de tous les émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto de 2014 à 2019 se situait entre 112 et 153 millions de dollars. En date du 30 septembre 2020, environ 64 % des émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto avaient une capitalisation boursière de 300 millions de dollars ou moins, et 92 % des émetteurs inscrits à la Bourse de croissance TSX, de 100 millions de dollars ou moins.

<sup>46</sup> Voir Ljungqvist & Qian, *supra* note 3; Ian Appel, Jordan Bulka & Vyacheslav Fos, « Public Short Selling by Activist Hedge Funds » (1<sup>er</sup> octobre 2018); et Zhao, *supra* note 3.

la suite<sup>47</sup>. Toutefois, l'ampleur de l'incidence à court terme variait d'un émetteur cible à l'autre ainsi que dans le temps (voir le graphique 3). Environ 26 % des émetteurs cibles ont connu une baisse de moins de 5 % du cours de leurs actions le jour de l'annonce de la première campagne. La proportion d'émetteurs cibles ayant subi un rendement négatif de 10 % ou plus du cours a augmenté à compter du jour de l'annonce de la première campagne (environ 30 % des émetteurs cibles) jusqu'à un mois par la suite (environ 45 % des émetteurs cibles)<sup>48</sup>.

**Graphique 3 – Incidence de la première campagne sur les cours des actions des émetteurs cibles canadiens (de 2010 à septembre 2020)**



### iii. Allégations faites durant les Campagnes

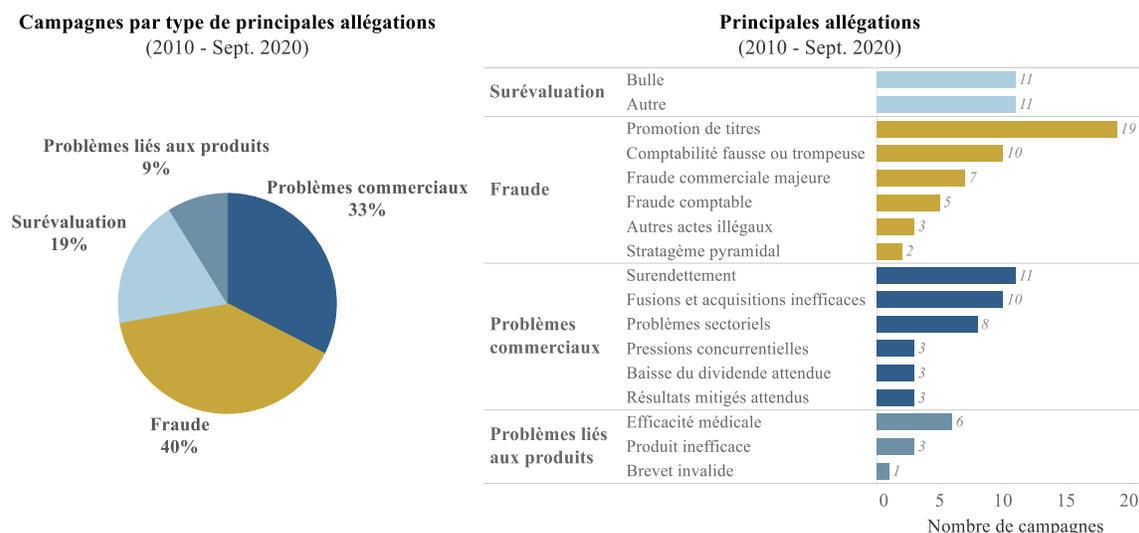
Parmi les 116 Campagnes canadiennes étudiées, 40 % comportaient des allégations de divers types de fraude chez l'émetteur. Les allégations de fraude les plus communes avançaient qu'il y avait un stratagème de promotion des titres (ou un prétendu stratagème de manipulation du marché (*pump and dump*)) dans lequel un tiers associé à la société (par exemple une firme externe) faisait la promotion de celle-ci (voir le graphique 4)<sup>49</sup>. Durant les années de pointe (2015, 2016 et 2018), les allégations de fraude ont été faites dans moins du tiers des Campagnes. Les allégations concernant des problèmes commerciaux ou sectoriels (par exemple chute des prix des marchandises) et des inquiétudes plus générales quant à une surévaluation du marché ont été plus fréquentes ces dernières années.

<sup>47</sup> La CVMO a calculé le rendement des cours des actions à compter du jour précédant la date de l'annonce de la première Campagne pour les 69 émetteurs canadiens ciblés entre 2010 et septembre 2020 au sujet desquels des données historiques sur le marché étaient disponibles. Le rendement des cours des actions ne mesure pas uniquement l'incidence de l'annonce de la Campagne du vendeur à découvert, mais tient compte également d'autres renseignements positifs ou négatifs au sujet de l'émetteur cible en particulier ou plus généralement (p. ex. au sujet du marché ou du secteur).

<sup>48</sup> *Ibid.*

<sup>49</sup> D'après l'évaluation des Campagnes par AI.

#### Graphique 4 – Principales allégations des vendeurs à découvert activistes



#### iv. Réponses des émetteurs cibles et issue des campagnes

Environ 73 % des 73 émetteurs canadiens ciblés par les 116 Campagnes recensées y ont répondu en prenant certaines mesures (voir le graphique 5), notamment le remplacement du chef de la direction ou du chef des finances, l'embauche d'un nouvel auditeur ou d'un enquêteur indépendant, l'arrêt des opérations sur les titres, l'engagement de poursuites contre le vendeur à découvert activiste ou l'annonce d'une opération sur les marchés des capitaux (par exemple un dessaisissement, une acquisition, un placement privé) au cours de la Campagne<sup>50</sup>.

Graphique 5 – Réponses des émetteurs cibles et issue des campagnes (de 2010 à septembre 2020)

Siège de l'émetteur cible	Émetteurs cibles	Réponse de l'émetteur cible	Issue négative pour l'émetteur cible	Réponse de l'émetteur cible ou issue négative
<b>Canada</b>	73	73 %	29 %	78 %
<b>États-Unis</b>	783	60 %	26 %	67 %
<b>Émetteurs étrangers</b>	344	65 %	28 %	69 %

Par ailleurs, les données d'AI ont recensé l'issue des Campagnes qui serait généralement considérée comme négative sur le marché (par exemple la radiation de la cote, la démission de l'auditeur ou une action collective). Environ 29 % des émetteurs cibles canadiens ont connu au moins un de ces événements<sup>51</sup>. Les actions collectives intentées contre les émetteurs constituaient l'issue la plus commune parmi les trois types examinés. Environ 23 % des émetteurs canadiens cibles (comparativement à 23 % des émetteurs américains et à 21 % des émetteurs étrangers) ont fait l'objet d'une action collective engagée à la suite

<sup>50</sup> Réponses des émetteurs selon les données d'AI.

<sup>51</sup> Cela correspond à l'issue des campagnes ciblant des émetteurs sur des marchés étrangers (voir le graphique 5).

d'une Campagne<sup>52</sup>. Nous ne saurions affirmer avec certitude que les réponses des émetteurs ou l'issue qu'ils ont connue résultaient directement de la Campagne, mais, selon les experts, ces réponses (ou des mesures similaires) démontrent qu'une campagne a mis au jour des problèmes chez les émetteurs<sup>53</sup>.

### C. Analyse et questions en vue de de la consultation

Il semble exister une perception selon laquelle la vente à découvert activiste est en hausse au Canada<sup>54</sup>, et que cette forme d'activisme joue un rôle négatif sur nos marchés. Comme il a été mentionné précédemment, compte tenu de la taille de notre marché et du nombre de sociétés ouvertes, il ne semble pas que l'ampleur du phénomène de la vente à découvert activiste au Canada soit disproportionnée par rapport aux États-Unis. Cette constatation étant faite, nous reconnaissons que les comparaisons de cette nature ou la simple comparaison du nombre absolu de campagnes n'offrent pas le contexte nécessaire pour appréhender les problèmes. Les facteurs de marché propres à chaque pays doivent être pris en compte.

La preuve empirique disponible indique que l'augmentation récente du nombre de Campagnes dénote une tendance cyclique, c'est-à-dire que les vendeurs à découvert activistes ciblent des émetteurs dans des secteurs particuliers potentiellement surchauffés. Cette tendance donne à penser que notre marché sera témoin d'une hausse de l'activisme de cette nature dans les cas où un secteur ou un émetteur semble surévalué, mais n'indique pas nécessairement que, dans ce contexte, ces vendeurs ont eu un comportement répréhensible.

L'activisme sous forme de vente à découvert procède de l'intention de provoquer une perte de valeur pour les actionnaires de l'émetteur cible, ce qui prête à controverse. La plupart des études spécialisées s'intéressant au marché américain confirment la notion selon laquelle ces activistes sont plus susceptibles d'améliorer l'efficacité du marché sur les plans de l'information et des cours en dénonçant des problèmes réels dans les activités et l'exploitation d'un émetteur que de mettre en œuvre des stratégies de vente à découvert pour manipuler le marché. L'analyse de l'issue des Campagnes et des mesures que les émetteurs ont prises pour y répondre laisse entendre que les allégations ont représenté une force de changement, quoiqu'il ne soit pas évident que les changements effectués étaient destinés à répondre aux préoccupations soulevées par les Campagnes.

---

<sup>52</sup> Notre examen a confirmé que presque toutes les actions collectives entamées à la suite d'une Campagne étaient fondées sur des allégations identiques ou similaires à celles qui avaient été faites durant la Campagne. Nous reconnaissons que le fait d'intenter une action collective, même fondée sur des allégations similaires, ne confirme pas la véracité des allégations sous-jacentes formulées durant une Campagne.

<sup>53</sup> Une étude américaine a été réalisée sur 124 campagnes en vue de déterminer s'il s'agissait de campagnes lancées par des vendeurs à découvert activistes visant à manipuler le marché, sur la base d'un examen des événements subséquents. L'étude indique que des enquêtes distinctes effectuées par la Securities and Exchange Commission et par le Department of Justice sont parvenues à des conclusions similaires à celles des vendeurs à découvert activistes dans 90 % de ces campagnes et, finalement, 50 % des émetteurs cibles ont été radiés de la cote, 47 % ont remplacé leur auditeur et 23 % ont retraité leurs résultats. Voir Ljungqvist & Qian, *supra* note 3.

<sup>54</sup> Par exemple, voir Schechter, *supra* note 1. Nous constatons qu'en général, l'activisme (tant du côté acheteur que du côté vendeur) a augmenté. Voir également : « L'activisme actionnarial : tendances et faits nouveaux importants en 2019 », *Rapport de Davies sur la gouvernance 2019* (3 octobre 2019); Eric Woerth et Benjamin Dirx, [Rapport à l'Assemblée nationale \(France\) sur l'activisme actionnarial](#) (2 octobre 2019) [Rapport Woerth].

On reproche également aux vendeurs à découvert activistes de rechercher le profit à court terme plutôt que de promouvoir la justesse des cours à long terme. Néanmoins, ils peuvent également faire contrepoids à un optimisme potentiellement excessif sur le marché.

Enfin, nous reconnaissons que les émetteurs cibles peuvent être réticents à porter plainte aux autorités en valeurs mobilières à propos de comportements qu'ils estiment problématiques dans le contexte d'une campagne par crainte de les inciter à examiner de près les allégations qui sont faites. La réponse qu'un émetteur choisit de donner dans le cadre d'une campagne pourrait être perçue comme accordant de la crédibilité ou une quelconque légitimité aux enjeux soulevés, mais il se peut aussi que l'émetteur choisisse de le faire pour d'autres motifs stratégiques.

### **Questions en vue de de la consultation**

1. Quelle est votre perception des vendeurs à découvert activistes? Veuillez en décrire les fondements.
2. Pouvez-vous citer des exemples de comportements dans le cadre de Campagnes de vente à découvert activiste qui, à votre avis, sont problématiques?
3. Étant donné que les données disponibles portent principalement sur les grands vendeurs à découvert activistes, quel est votre avis sur les vendeurs à découvert activistes moins connus ou agissant sous un pseudonyme qui ciblent des émetteurs canadiens? Comment peut-on connaître leur identité? Y a-t-il des indices qu'ils lancent des campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché?
4. Quelles sources de données empiriques sur les Campagnes devrions-nous consulter?
5. En 2019, le nombre d'émetteurs canadiens ciblés par les grands vendeurs à découvert activistes a considérablement reculé par rapport à l'année précédente. Existe-t-il des conditions de marché ou d'autres circonstances qui, à votre avis, favoriseraient une recrudescence? Veuillez motiver votre réponse.
6. Y a-t-il des éléments probants particuliers qui indiqueraient que les marchés canadiens sont plus vulnérables à la vente à découvert activiste, y compris la vente à découvert potentiellement problématique (par exemple la taille et le type d'émetteurs, les secteurs d'activité représentés ou d'autres conditions de marché)? Veuillez donner des exemples précis de ces vulnérabilités et expliquer en quoi elles diffèrent de la situation d'autres territoires.
7. Les émetteurs sont-ils restreints par des limites d'ordre pratique dans leur capacité à répondre aux allégations faites dans le cadre d'une Campagne? Dans l'affirmative, quelles sont ces limites et avez-vous des recommandations à faire sur les moyens de les atténuer?
8. Les émetteurs sont-ils réticents à s'adresser aux autorités en valeurs mobilières lorsqu'ils s'estiment injustement ciblés par un vendeur à découvert activiste? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?

### III. Cadre réglementaire

#### A. Canada – Surveillance, communication d’information et restrictions concernant les activités de vente à découvert

En vertu de la réglementation des valeurs mobilières, les vendeurs à découvert activistes ne sont pas assujettis à des obligations expresses (par exemple, la législation canadienne en valeurs mobilières ne régit pas le contenu de leurs déclarations). Par contre, la vente à découvert en tant qu’activité de négociation est soumise à un encadrement bien établi qui est administré principalement par l’OCRCVM et qui comporte un régime d’information détaillé fournissant à l’organisme en temps utile des renseignements grâce auxquels il peut surveiller toute pratique potentiellement inappropriée de vente à découvert. Ce cadre prévoit :

- l’obligation de désigner tous les ordres à découvert comme « ventes à découvert » ou « ordres dispensés de la mention à découvert »<sup>55</sup>;
- l’obligation de communiquer à l’OCRCVM les « transactions échouées sur une période prolongée »<sup>56</sup>;
- l’obligation selon laquelle, si un relevé de transactions échouées sur une période prolongée est déposé auprès de l’OCRCVM, d’autres ventes à découvert ne peuvent généralement pas être effectuées par ce participant<sup>57</sup> (agissant à titre de contrepartiste ou de mandataire) ou par une personne ayant droit d’accès sans que des dispositions préalables aient été prises en vue de l’emprunt des titres nécessaires au règlement (c’est-à-dire que l’OCRCVM peut exiger un emprunt préalable dans certaines circonstances)<sup>58</sup>;
- la capacité de l’OCRCVM de désigner un titre comme « titre inadmissible à une vente à découvert »<sup>59</sup>.

En outre, la législation canadienne en valeurs mobilières oblige toute personne qui passe un ordre de vente de titres auprès d’un courtier inscrit à lui indiquer au moment de la

---

<sup>55</sup> Voir les RUIM, *Article 3 – Ventes à découvert, Interdiction de saisie d’ordres*, paragraphe 3.2 [paragraphe 3.2]. Un ordre dispensé de la mention à découvert comprend tout ordre concernant un titre passé par un compte qui est un compte d’arbitrage, le compte d’un teneur de marché pour ce compte ou d’autres comptes déterminés qui achètent ou vendent des titres et qui ne détiennent, à la fin de chaque jour de bourse, rien de plus qu’une position acheteur ou vendeur nominale sur un titre donné. Voir les RUIM, *Article 1 – Définitions et interprétation*, paragraphe 1.1.

<sup>56</sup> S’entend d’une transaction pour laquelle il n’y a pas eu de règlement et du fait que ce défaut n’a pas été corrigé dans les 10 jours de bourse suivant la date de règlement initiale; ces transactions doivent être déclarées à l’OCRCVM. Voir les RUIM, *Article 7 – Négociation sur un marché – Transactions échouées sur une période prolongée*, paragraphe 7.10.

<sup>57</sup> Les participants sont notamment des courtiers membres d’une bourse, des utilisateurs d’un système de cotation et de déclaration d’opérations ou des adhérents d’un système de négociation parallèle.

<sup>58</sup> L’expression « titre visé par l’obligation d’emprunt préalable » s’entend d’un titre qui a été désigné par une autorité de contrôle du marché comme un titre à l’égard duquel un ordre, qui constituerait au moment de son exécution une vente à découvert, ne peut être saisi sur un marché, à moins que le participant ou la personne ayant droit d’accès n’ait pris des dispositions avant la saisie de l’ordre en vue d’emprunter les titres qui seraient nécessaires afin de régler la transaction. Voir les RUIM, *Article 1 – Définitions and Interprétation*, [paragraphe 1.1](#). Voir également les RUIM, *Politique 1.1, Définition de « titre visé par l’obligation d’emprunt préalable »*, [paragraphe 1.1](#); les RUIM, *Article 6 – Saisie et diffusion d’ordres – Saisie d’ordres sur un marché*, [paragraphe 6.1\(4\)](#) et [6.1\(6\)](#).

<sup>59</sup> L’expression « 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. Voir les RUIM, *Article 1 – Définitions and Interprétation*, [paragraphe 1.1](#); voir aussi le paragraphe 3.2, *supra* note 54, à l’alinéa (1)b).

passation de l'ordre si elle n'est pas propriétaire des titres<sup>60</sup>. Conformément aux RUIIM, qui vont dans le sens de cette obligation légale, les participants doivent calculer la position à découvert globale de chaque compte individuel et fournir à l'OCRCVM un relevé de cette position deux fois par mois<sup>61</sup>, que l'OCRCVM publie ensuite sur son site Web<sup>62</sup>. L'OCRCVM rassemble également les opérations désignées comme « ventes à découvert » sur tous les marchés qu'il supervise, regroupe cette information et publie deux fois par mois un relevé sur le total des ventes à découvert du secteur pour chaque titre au cours de la période de présentation de l'information<sup>63</sup>. Contrairement aux autres territoires dont il est question ci-après (UE, Australie), il n'y a pas d'obligation d'information concernant la position à découvert d'un compte individuel envers l'OCRCVM ou le public. Malgré cette absence d'obligation, il n'est pas rare qu'à l'amorce d'une campagne, les vendeurs à découvert activistes fournissent volontairement de l'information selon laquelle ils ont pris une position à découvert sur les titres d'un émetteur en particulier.

## **B. Interdiction de se livrer à des activités manipulatrices ou trompeuses**

La législation en valeurs mobilières, la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* et les RUIIM interdisent les activités manipulatrices ou trompeuses. Dans le contexte d'une vente à découvert, de telles activités incluraient la saisie d'un ordre de vente d'un titre sans attente raisonnable, au moment de la saisie de l'ordre, de pouvoir régler une opération découlant de l'exécution de l'ordre<sup>64</sup>. Les « ventes à découvert sans livraison », au sens attribué parfois à cette expression, ne sont pas autorisées en vertu des RUIIM<sup>65</sup>.

L'OCRCVM surveille les activités de négociation potentiellement abusives. Par exemple, dans le contexte des activités de vente à découvert, il utilise des algorithmes pour observer les niveaux inhabituels d'activités de ventes à découvert conjuguées avec les fluctuations importantes des cours et examine les alertes pour déterminer la cause des fluctuations des cours et s'il y a une indication d'activités de négociation manipulatrices. Ces examens peuvent notamment porter sur les médias sociaux ou les salons de clavardage, ainsi que sur les relevés de transactions échouées sur une période prolongée pour y déceler des indications de problèmes de règlement. S'il y a lieu, il est également possible de renvoyer

---

<sup>60</sup> On notera, par exemple, l'article 194 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, en vertu duquel il est interdit de vendre un titre à découvert sans en avoir informé, au préalable, le courtier chargé de l'exécution de l'opération. Voir également l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

<sup>61</sup> Voir les RUIIM, *Article 10 – Conformité – Relevés de positions à découvert*, [paragraphe 10.10](#).

<sup>62</sup> Le relevé consolidé des positions à découvert (RCPD) indique les positions à découvert globales sur tous les titres inscrits à la date de présentation de l'information courante et la variation nette des positions à découvert par rapport à la date de présentation de l'information antérieure, pour chaque titre, conformément au paragraphe 10.10 des RUIIM. Le relevé est publié deux fois par mois et est fondé sur l'information concernant les positions à découvert transmise à l'OCRCVM par les courtiers membres participants et les personnes ayant droit d'accès.

<sup>63</sup> Le rapport sommaire statistique sur les ventes à découvert est fondé sur les données relatives aux opérations désignées comme « ventes à découvert » fournies par chaque marché que l'OCRCVM surveille. Le rapport est publié deux fois par mois.

<sup>64</sup> Voir l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation*, l'alinéa f du paragraphe 3 de l'article 3.1, et les RUIIM, *Article 2 – Pratiques de négociation abusives – Activités manipulatrices et trompeuses*, [paragraphe 2.2, alinéas g\) et h\), de l'Article 2](#).

<sup>65</sup> Comme on l'a noté précédemment dans l'Avis 12-0078 de l'OCRCVM – *Dispositions concernant la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées*, supra note 20, il n'y a pas de définition universellement acceptée de l'expression « vente à découvert sans livraison ». L'usage le plus courant se rapporte à la vente à découvert par le vendeur qui a choisi intentionnellement de ne pas prendre de dispositions pour emprunter les titres nécessaires au règlement de la transaction qui en découle. Certains adoptent une interprétation plus restrictive et la définissent comme une vente à découvert dont le vendeur n'a pas emprunté au préalable les titres nécessaires au règlement.

un cas à la direction de l'application de la loi de l'autorité membre des ACVM compétente aux fins d'enquête.

Comme il a été indiqué dans la partie I, la législation en valeurs mobilières contient également des dispositions interdisant les activités manipulatrices qui s'appliquent à tous les participants au marché, y compris les vendeurs à découvert activistes.

### C. Cadres réglementaires internationaux

La différence la plus notable entre les cadres réglementaires qui s'appliquent à la vente à découvert activiste dans l'Union européenne (l'UE) et en Australie concerne la publication de déclarations et la communication d'information concernant la taille des positions et l'identité des vendeurs à découvert en général<sup>66</sup>.

L'Autorité européenne des marchés financiers (l'AEMF) exige que les positions à découvert nettes (y compris les positions directes et synthétiques) de « personnes physiques ou morales » soient d'abord déclarées à l'autorité de réglementation lorsqu'elles représentent 0,2 % du capital en actions émis de la société concernée et que l'information soit rendue publique si la position atteint 0,5 % du capital en actions émis et chaque fois qu'elle s'accroît de 0,1 % par la suite<sup>67</sup>. Toute personne peut donc connaître l'identité des détenteurs de positions à découvert qui atteignent ces seuils à l'égard d'un titre de l'UE<sup>68</sup>. Les données publiées dans l'UE sont par conséquent plus détaillées et transparentes que les données consolidées qui sont publiées au Canada. L'imposition d'une obligation d'information de cette nature y est conçue comme une solution réglementaire de rechange à l'interdiction pure et simple des ventes à découvert, toujours dans l'objectif de restreindre ces activités. En effet, le règlement de l'UE en question a été établi principalement en réponse aux crises financières et à la crise de la dette souveraine, dans le but de promouvoir la stabilité du marché<sup>69</sup>.

---

<sup>66</sup> Il est à noter qu'aux États-Unis, seul le volume des ventes à découvert de titres individuels est publié quotidiennement et l'information sur les opérations individuelles de vente à découvert est publiée un mois après celles-ci mais ne contiennent pas de détails sur les vendeurs à découvert.

<sup>67</sup> Voir le *Règlement (UE) n° 236/2012* du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (2012). Il est à noter qu'en 2017, l'AEMF a examiné la nécessité d'accroître ou non la transparence des positions à découvert en publiant des positions à découvert globales qui sont actuellement encore confidentielles. Voir le Rapport final de l'Autorité européenne des marchés financiers, « Technical Advice on the Evaluation of Certain Elements of the Short Selling Regulation » (21 décembre 2017). Sur la question de la transparence, l'AEMF a donné l'avis technique suivant à la Commission européenne : [TRADUCTION] « des améliorations pratiques du régime actuel, y compris l'institution d'un système de notification et de publication centralisé dans toute l'Europe... [et] des mesures de soutien exigeant le LEI aux fins de l'identification de certains détenteurs de positions ». Plus précisément, pour le domaine abordé dans le document, [TRADUCTION] « l'AEMF recommande également que les ACN soient autorisées à publier périodiquement des positions à découvert nettes globales anonymes par émetteur, à titre volontaire, lorsqu'elles considèrent que les questions décrites ci-dessus peuvent être traitées de manière adéquate dans leur territoire ».

<sup>68</sup> À l'égard des vendeurs à découvert activistes, de l'information supplémentaire peut être exigée en vertu de la réglementation sur les abus de marché, qui oblige toute entité émettant des recommandations à déclarer les conflits d'intérêts lorsqu'elle détient une position acheteur ou vendeur nette représentant 0,5 % ou plus du capital de la société concernée. Voir le *Règlement (UE) n° 596/2014* du Parlement européen et du Conseil sur les abus de marché.

<sup>69</sup> Corrado Malberti, Stéphane Rousseau et Konstantinos Sergakis, « The Regulation of Short Selling: A Transatlantic Discussion on Policy Issues and Instruments » (6 octobre 2018), *Revue trimestrielle de droit financier, RTDF no 4-2018* [Malberti, Rousseau et Sergakis].

En Australie, il existe des obligations de déclaration d'information sur les ventes à découvert applicables à la fois aux opérations<sup>70</sup> et aux positions qui dépassent un certain seuil<sup>71</sup>. En fonction de cette information, le total des positions à découvert sur les produits financiers un jour de déclaration donné est publié sur le site Web de l'Australian Securities and Investments Commission, tandis que les rapports d'opérations sont publiés sur celui de l'Australian Securities Exchange. Ces rapports ne renferment pas de détails sur les vendeurs à découvert mais donnent une indication de la proportion des opérations sur un titre en particulier qui constituent des ventes à découvert et du niveau global des positions à découvert sur chaque titre<sup>72</sup>.

#### **D. Analyse et questions en vue de de la consultation**

Certains craignent que les émetteurs canadiens soient vulnérables à la vente à découvert abusive, suivant la perception selon laquelle la réglementation de la vente à découvert au Canada est [TRADUCTION] « permissive et laxiste »<sup>73</sup>. Nous faisons remarquer que, bien que le cadre réglementaire au Canada diffère à certains égards de celui d'autres territoires, il est conforme aux quatre principes de l'OICV en matière de réglementation efficace de la vente à découvert<sup>74</sup>.

Au fil des ans, l'OCRCVM a examiné le régime de réglementation régissant la vente à découvert pour déterminer s'il est toujours approprié. En 2012, un certain nombre de modifications aux RUIIM sur les ventes à découvert et les transactions échouées ont été approuvées par les ACVM et mises en œuvre<sup>75</sup>. Ces modifications comprennent notamment :

- l'abrogation du critère relatif à la variation du cours<sup>76</sup>;
- l'imposition d'obligations d'emprunt préalable pour les ventes à découvert effectuées dans certaines circonstances;

---

<sup>70</sup> La déclaration des ventes à découvert consiste en la déclaration des volumes quotidiens de produits qui sont vendus à découvert sur le marché.

<sup>71</sup> Une personne peut être tenue de déclarer une position vendeur, c'est-à-dire lorsque le nombre d'un produit qu'une personne possède, lorsqu'elle agit en une qualité donnée, est inférieur au nombre du produit qu'elle a l'obligation de livrer lorsqu'elle agit en la même qualité. Le vendeur est dispensé de déclarer ses positions à découvert qui a) sont égales ou inférieures à 100 000 \$; et b) qui représentent 0,01 % ou moins du nombre total de titres ou de produits faisant partie de la catégorie pertinente de titres ou de produits. Le total des positions à découvert sur les produits financiers pour un jour de déclaration donné sera publié sur le site Web de l'ASIC quatre jours après le jour de déclaration en question (T+4). Ces relevés ne contiendront pas de détails sur les vendeurs à découvert.

<sup>72</sup> Voir Australian Securities and Investments Commission, « Regulatory Guide 196: Short Selling » (octobre 2018), Reg. 196.8.

<sup>73</sup> Harrington, *supra* note 11.

<sup>74</sup> Voir le rapport de l'OICV intitulé *Regulation of Short Selling – Final Report* (juin 2009), qui énonce quatre principes généraux pour une réglementation efficace de la vente à découvert et vise à aider les autorités de réglementation à gérer les risques au moyen d'un régime applicable aux ventes à découvert. Voir également l'Avis conjoint 23-312, *supra* note 19. Dans le cadre de son rapport sur le Programme d'évaluation du secteur financier intitulé « Canada : Financial Sector Assessment Program-IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation – Detailed Assessment of Implementation », le Fonds monétaire international a examiné le régime canadien en fonction du Principe 37 (la réglementation devrait avoir comme objectif d'assurer la gestion appropriée des expositions importantes, du risque de défaillance et des perturbations du marché) et a conclu qu'il était [TRADUCTION] « entièrement mis en œuvre » (7 mars 2014). Voir aux p. 18, 27 et 239 à 243.

<sup>75</sup> Avis de l'OCRCVM 12-0078, *supra* note 20.

<sup>76</sup> Le critère relatif à la variation du cours était l'interdiction, en vertu des RUIIM, d'effectuer une vente à découvert à un prix moindre que le dernier cours vendeur du titre.

- l'introduction de la désignation « dispensé de la mention à découvert »<sup>77</sup>.

Les modifications faisaient partie d'une stratégie générale de réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées qui consistait notamment à accroître la transparence de l'information à leur sujet, à surveiller les possibilités d'arbitrage réglementaire liées aux ventes à découvert et à améliorer la surveillance des ventes à découvert et des transactions échouées. C'est également à ce moment-là que les obligations d'emprunt préalable pour les ventes à découvert effectuées dans certaines circonstances ont été introduites comme autre mécanisme de surveillance et de contrôle des ventes à découvert potentiellement problématiques.

En outre, au même moment, les ACVM et l'OCRCVM ont publié un avis de consultation visant à recueillir des commentaires sur les aspects des mesures à prendre en matière d'information et de transparence relativement aux ventes à découvert et aux transactions échouées<sup>78</sup>. Après l'examen des commentaires reçus et des données sur les ventes à découvert et les transactions échouées<sup>79</sup>, il a été déterminé que l'adoption d'obligations réglementaires supplémentaires n'était pas nécessaire à ce moment-là<sup>80</sup>. Il importe de noter que les transactions échouées se produisent à la fois lors de ventes provenant de positions acheteur et lors de ventes provenant de positions vendeur (ventes à découvert), pour diverses raisons. Elles ne sont pas toujours un indice de vente à découvert abusive ou sans livraison. Il existe de nombreux motifs pouvant justifier l'échec d'une transaction, et il est possible que ces échecs soient plus courants lorsque les transactions visent des actions peu négociées ou non liquides<sup>81</sup>. L'OCRCVM a indiqué qu'il continuerait de suivre l'évolution mondiale de la réglementation de la vente à découvert et des problèmes de transactions échouées qui y sont liés. Il a récemment commencé à examiner les sources de données requises pour entreprendre ses travaux en vue d'une nouvelle étude plus détaillée et plus large sur les transactions échouées<sup>82</sup>.

Nous avons assisté à la résurgence des préoccupations entourant la réglementation de la vente à découvert tant au Canada qu'à l'étranger<sup>83</sup>. À l'échelle internationale, nous avons également constaté que l'augmentation des inquiétudes liées aux activités de vente à découvert a amené certains acteurs publics et privés à imposer des restrictions ou des

<sup>77</sup> Voir la note 55.

<sup>78</sup> Avis conjoint 23-312, *supra* note 19.

<sup>79</sup> Voir l'étude de l'OICV intitulée « Study on the Impact of the Prohibition on the Short Sale of Inter-listed Financial Sector Issuers » (février 2009) [étude de l'OICV].

<sup>80</sup> Avis 23-315 des ACVM et de l'OCRCVM, [Résumé des commentaires sur l'Avis de consultation conjoint 23-312 des ACVM et de l'OCRCVM - Transparence des ventes à découvert et des transactions échouées](#) (28 février 2013).

<sup>81</sup> Voir Securities and Exchange Commission, 2016a., « *Frequently Requested FOIA Document: Fails-to-Deliver Data* » – données d'archive. Voir également Talis J Putnins, « Naked Short Sales and Fails to Deliver: An Overview of Clearing and Settlement Procedures for Stock Trades in the US » (27 octobre 2009), *Journal of Securities Operations and Custody*, à paraître, sur SSRN.

<sup>82</sup> Nous faisons remarquer que l'AEMF a adopté de nouvelles règles en matière de transactions échouées qui devraient entrer en vigueur l'an prochain. Lorsque les transactions ne sont pas réglées — généralement dans un délai de deux ou trois jours — elles font l'objet d'une opération de rachat d'office et de pénalités. Voir le *Règlement délégué (UE) n° 2018/1229* de la Commission du 25 mai 2018 complétant le *Règlement (UE) n° 909/2014* du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant la discipline en matière de règlement. Voir le Rapport définitif de l'AEMF intitulé « CSDR RTS on Settlement Discipline – postponed entry into force » (4 février 2020).

<sup>83</sup> Notamment des préoccupations liées à la transparence et à la déclaration de l'information sur les ventes à découvert, à l'absence d'une obligation de localiser les titres et à l'absence d'un critère relatif à la variation du cours au Canada. Voir Davis et coll., *supra* note 12.

interdictions sur la vente à découvert et les activités connexes<sup>84</sup>. Par exemple, en décembre 2019, le fonds d'investissement des régimes de pension du gouvernement japonais, soit la plus importante caisse de retraite au monde, a annoncé qu'il avait suspendu ses activités de prêt d'actions liées à son portefeuille de titres de capitaux propres non japonais « jusqu'à nouvel ordre »<sup>85</sup>. Plus tôt en 2019, l'AEMF a appuyé la décision de l'Allemagne d'interdire pour deux mois les ventes à découvert sur les titres de la société de paiement Wirecard après que certains détracteurs de l'entreprise ont signalé des irrégularités financières<sup>86</sup>. D'autres territoires ont réclamé une transparence et une déclaration d'information accrues. En octobre 2019, l'Assemblée nationale de France a publié un rapport sur l'activisme actionnarial recommandant de renforcer les obligations d'information au pays lorsque des investisseurs activistes et des vendeurs à découvert prennent des positions importantes à l'égard de titres de sociétés françaises<sup>87</sup>.

Au Canada, il semble que certains ont la perception que le cadre réglementaire actuel est démesurément propice aux ventes à découvert activistes problématiques. Certains d'entre eux soutiennent que la solution réside dans l'accroissement de la transparence entourant les ventes à découvert, une position similaire à l'approche actuellement adoptée dans l'UE. À leur avis, ce type d'obligation d'information peut fournir aux émetteurs et aux investisseurs des renseignements supplémentaires sur lesquels fonder leurs opérations, en plus de faire obstacle aux ventes à découvert inappropriées. En revanche, certaines études indiquent que de telles obligations d'information pourraient avoir des effets indésirables, tels que compromettre les stratégies utilisées par les vendeurs à découvert, ce qui, inévitablement, entraînerait une diminution de la liquidité du marché ou nuirait à la formation des cours<sup>88</sup>. Une transparence accrue de l'identité des vendeurs à découvert pourrait en outre exposer ceux-ci à des poursuites et à des mesures réglementaires, ce qui

---

<sup>84</sup> Lawrence Delevingne, Simon Jessop et Jonathan Spicer, « Return of short-selling bans: market protection or 'war against truth'? », *Reuters* (19 novembre 2019).

<sup>85</sup> Le FIRPG a affirmé que le régime actuel manque de transparence sur l'identité de l'« emprunteur final » d'une action après sa vente par un vendeur à découvert à qui elle lui est prêtée, et qu'un tiers pouvait exercer les droits de vote rattachés aux actions du FIRPG à l'encontre des politiques ou des intérêts de ce dernier. Le FIRPG n'a pas exclu la possibilité de retourner sur le marché du prêt d'actions dans l'avenir, en précisant toutefois qu'il ne le ferait pas avant que [TRADUCTION] « des améliorations » soient apportées afin [TRADUCTION] « d'accroître la transparence ». Voir Billy Nauman et Leo Lewis, « This is a decision between making cash immediately or being better stewards for our constituency », *The Financial Times* (12 décembre 2019). Cette décision n'a pas été sans conséquences financières, les honoraires que touche annuellement le FIRPG dans le cadre de prêts d'actions étant estimés à 115 millions de dollars américains. Voir Tim Kelly, « World's largest pension fund halts stock lending to short sellers », *Reuters* (3 décembre 2019).

<sup>86</sup> Il est à noter qu'en 2020, après l'interdiction touchant les ventes à découvert et un audit spécial subséquent de KPMG, il a été découvert qu'environ 1,9 milliard d'euros figurant au bilan de Wirecard ne pouvaient être vérifiés et n'existaient donc probablement pas. Ce scandale comptable a non seulement conduit Wirecard à sa perte, mais aussi incité l'AEMF à examiner l'activité de surveillance de l'autorité financière et des organismes de surveillance de l'Allemagne dans le cadre des événements ayant mené à l'effondrement de l'entreprise. Le 3 novembre 2020, l'AEMF a publié les résultats de son examen rapide par les pairs. Voir « Fast Track Peer Review on the Application of the Guidelines on the Enforcement of Financial Information (ESMA/2014/1293) by BaFin and FREP in the Context of Wirecard. » (*en anglais*).

<sup>87</sup> David Keohane et Harriet Agnew, « France seeks crackdown on short sellers and activist investors », *FT Online* (2 octobre 2019); Rapport Woerth, *supra* note 54.

<sup>88</sup> Malberti, Rousseau et Sergakis, *supra* note 69; Julien Mazzacurati, « The public disclosure of net short positions » dans le rapport de l'AEMF intitulé « Report on Trends, Risks, Vulnerabilities », n° 1 (2018) à la p. 60. Voir également le rapport définitif de l'AEMF intitulé « Technical Advice on the evaluation of certain elements of the Short Selling Regulation » (21 décembre 2017) à la p. 51. L'AEMF a confirmé que [TRADUCTION] « certains investisseurs évitent de franchir le seuil de 0,5 %, comme en témoignent une plus faible augmentation des positions à découvert et une durée relativement plus longue de détention de ces positions tout juste en deçà du seuil ».

pourrait freiner les ventes à découvert légitimes<sup>89</sup>. Une étude a révélé que, lorsqu'ils sont tenus de déclarer de l'information sur leurs positions, les vendeurs à découvert demeurent délibérément en deçà du seuil de déclenchement de l'obligation d'information publique (0,5 %) afin de protéger leurs renseignements personnels<sup>90</sup>. L'incidence de l'imposition d'obligations d'information supplémentaires sur les ventes à découvert doit être examinée à la lumière de ces questions, afin de déterminer s'il s'agit d'un outil permettant d'atteindre les objectifs réglementaires souhaités sans faire indûment obstacle aux ventes à découvert, activistes ou non, qui sont légitimes.

Comme on l'a vu dans la partie I, les vendeurs à découvert s'exposent déjà à des risques et à des coûts importants lorsqu'ils prennent des positions, et ces risques sont amplifiés dans le cas des activistes. Certains experts suggèrent aux décideurs de s'efforcer d'atténuer les difficultés et de réduire les coûts liés à la vente à découvert, compte tenu du potentiel d'amélioration de l'efficacité du marché qui découlent de ces campagnes<sup>91</sup>. D'autres ont proposé des variantes du modèle de déclaration de l'information de l'UE qui répondent plus directement aux préoccupations soulevées par le comportement problématique des vendeurs à découvert activistes et par les implications du recours aux médias sociaux sur les activités promotionnelles, qu'il s'agisse d'une position vendeur ou d'une position acheteur. Par exemple, un groupe d'experts américains a récemment exhorté la SEC d'imposer une [TRADUCTION] « obligation de mettre à jour » une position vendeur lorsque de l'information a été déclarée volontairement à son sujet<sup>92</sup>, au motif que, lorsqu'un vendeur à découvert déclare volontairement une position vendeur, l'omission d'indiquer le dénouement de la position est [TRADUCTION] « doublement trompeuse », car l'information initiale concernant sa position vendeur n'est plus exacte, et le vendeur à découvert [TRADUCTION] « n'a pas d'importants intérêts en jeu, de sorte que l'opinion défavorable qu'il émet ne donne pas aux participants au marché des raisons de croire en la véracité des allégations sous-jacentes »<sup>93</sup>. Il a aussi été proposé d'imposer une période de détention minimale de 10 jours au promoteur de valeurs mobilières ou au vendeur à découvert qui ouvre une position importante et diffuse de l'information influant sur le marché, quel que soit le moyen de diffusion. Le principe qui sous-tend cette proposition est qu'une période de détention permettrait au marché d'évaluer la qualité et la crédibilité de l'information<sup>94</sup>.

---

<sup>89</sup> Bliss, Molk et Partnoy, *supra* note 8 aux p. 14 et 17. [TRADUCTION] « Owen Lamont fournit la preuve que les sociétés prennent des mesures juridiques et réglementaires contre les vendeurs à découvert, en alléguant une conduite criminelle, en intentant des poursuites contre eux, en engageant des enquêteurs privés, en demandant aux autorités publiques de faire enquête sur eux et en manipulant les marchés des valeurs mobilières afin de contrecarrer les ventes à découvert. » Voir Lamont, *supra* note 21.

<sup>90</sup> Riens Galema et Dirk Gerritsen, « The effect of the accidental disclosure of confidential short sales positions » (2018), *Finance Research Letters*, à paraître.

<sup>91</sup> Bliss, Molk et Partnoy, *supra* note 8 aux p. 46 et 47.

<sup>92</sup> Voir « Petition for Rule Making on Short and Distort », lettre adressée à Vanessa Countryman, secrétaire de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (16 février 2020); John Coffee Jr et Joshua Mitts, « Petition for Rule Making on Short and Distort », *The CLS Blue Sky Blog* (18 février 2020).

<sup>93</sup> *Ibid.* Les auteurs ont également demandé à la SEC de confirmer que le dénouement rapide d'une position après la publication d'un relevé, sans que soit expressément indiquée l'intention de dénouer la position, peut constituer une fraude en violation de la Rule 10b-5, et proposent l'adoption d'une disposition d'exonération visant la clôture à un cours égal ou inférieur à l'évaluation mentionnée ou implicite dans le relevé.

<sup>94</sup> Mark Cohodes, « Pump-and-dump stock trading needs new rules for the digital age », *FT Online*, 26 avril 2020.

## Questions en vue de de la consultation

9. Le cadre réglementaire actuel permet-il de gérer adéquatement les risques associés aux ventes à découvert activistes problématiques? Veuillez motiver votre réponse et donner des exemples précis de préoccupations et d'aspects à l'égard desquels, à votre avis, il ne serait pas adéquat.
10. Depuis 2012, année de la mise en œuvre des modifications des RUIM concernant les ventes à découvert et les transactions échouées, y a-t-il eu des faits ou des renseignements nouveaux sur le marché pouvant justifier la révision du cadre réglementaire actuel régissant la vente à découvert? Dans l'affirmative, veuillez décrire ces faits ou ces renseignements et indiquer, en fournissant les éléments probants qui soutiennent votre point de vue :
  - a. si, à votre avis, il existe un lien entre les transactions échouées et les ventes à découvert activistes;
  - b. quelles modifications devraient être envisagées et pour quels motifs, plus particulièrement en ce qui a trait aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques;
  - c. s'il existe des exigences réglementaires pertinentes dans d'autres territoires qu'il serait souhaitable d'examiner, et pourquoi.
11. Le régime d'information actuel sur les ventes à découvert est-il adéquat? Veuillez motiver votre réponse en indiquant :
  - a. quelles obligations d'information permettraient de répondre aux risques liés aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques et la manière dont elles amélioreraient les mesures de dissuasion;
  - b. quel élément déclencherait d'éventuelles obligations d'information supplémentaire et à quel moment cette information devrait être fournie;
  - c. de quelle manière la déclaration d'information supplémentaire peut être utile sans nuire à la liquidité du marché;
  - d. si vous prévoyez des enjeux liés à l'imposition d'une obligation de mise à jour après la déclaration volontaire de l'information sur une position vendeur.

## IV. Sanctions et voies de droit

### A. Surveillance des vendeurs à découvert activistes

Dans la plupart des territoires des autorités membres des ACVM, la législation en valeurs mobilières ne prévoit aucun mécanisme régissant explicitement les activités des vendeurs à découvert activistes ainsi que la forme et le contenu de leurs déclarations publiques<sup>95</sup>. Il est néanmoins possible que le comportement et les déclarations d'un vendeur à découvert activiste ne respectent pas la législation en valeurs mobilières s'ils impliquent la diffusion de déclarations fausses ou trompeuses sur un point important dans le marché<sup>96</sup>. La législation en valeurs mobilières interdit en général à toute personne physique ou morale de faire une déclaration dont elle sait ou devrait raisonnablement savoir ce qui suit à son sujet :

- a) sur un point important et eu égard au moment où elle est faite et aux circonstances dans lesquelles elle a été faite, elle est fausse ou trompeuse ou omet un fait devant être déclaré ou nécessaire à une déclaration non trompeuse;
- b) il est raisonnable de s'attendre à ce qu'elle ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre, d'un dérivé ou du sous-jacent d'un dérivé<sup>97</sup>.

De récentes modifications apportées au *Securities Act* de la Colombie-Britannique ont introduit une nouvelle interdiction applicable aux personnes qui s'engagent dans des activités promotionnelles. Ainsi, il est interdit à ces personnes de faire une déclaration ou de fournir de l'information qui est fausse ou trompeuse dans les circonstances où une personne ou un investisseur raisonnable considérerait qu'elle est importante pour prendre sa décision d'investissement. Contrairement aux autres interdictions de déclaration fausse ou trompeuse prévues dans la législation en valeurs mobilières, celle-ci n'exige pas :

- que la déclaration ou l'information soit fausse ou trompeuse sur un point important ;
- qu'il soit raisonnable de s'attendre à ce que l'information ou la déclaration ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur d'un titre<sup>98</sup>.

La législation canadienne en valeurs mobilières contient également des interdictions concernant la fraude et la manipulation du marché<sup>99</sup> qui, dans des circonstances appropriées, pourraient s'appliquer à l'inconduite de vendeurs à découvert activistes. En règle générale, ces dispositions interdisent à toute personne de se livrer ou de participer,

---

<sup>95</sup> En Colombie-Britannique, le paragraphe 1(1) du *Securities Act* a été récemment modifié par l'ajout de la définition d'« activités promotionnelles » (*promotional activities*). Ces activités y sont définies de manière à inclure toute activité ou communication qui encourage ou pourrait raisonnablement encourager une personne à acheter, à ne pas acheter, à négocier ou à ne pas négocier un titre ou un dérivé. Il est à noter que la définition confère à la British Columbia Securities Commission le pouvoir de prescrire par règlement que certaines activités ne sont pas des activités promotionnelles. L'article 183 et, plus particulièrement, le paragraphe 183(12.2) et l'alinéa 184(1)(b), confèrent le pouvoir d'édicter des règlements imposant des obligations d'information à une personne qui s'engage dans des activités promotionnelles et d'imposer des obligations, des restrictions ou des interdictions diverses à différentes catégories de personnes qui s'engagent dans ces activités. Voir les *Modifications de la BCSA*, *supra* note 26.

<sup>96</sup> Par exemple, voir *Re Cohodes*, 2018 ABASC 161 [*Cohodes*].

<sup>97</sup> Par exemple, voir la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, LRO, c. S.5, article 126.2.

<sup>98</sup> Voir les *Modifications de la BCSA*, part. 50(3), *supra* note 26.

<sup>99</sup> Par exemple, voir le paragraphe 126.1(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

directement ou indirectement, à un acte, relativement à des valeurs mobilières et, dans certains cas, à des dérivés<sup>100</sup> :

- soit si elle sait ou devrait raisonnablement savoir que cet acte crée ou contribue à créer une apparence trompeuse d'activité de négociation d'un titre ou un cours artificiel pour ce titre;
- soit qui constitue une fraude à l'encontre d'une personne physique ou morale<sup>101</sup>.

Au Québec, constitue également une infraction le fait d'influencer ou de tenter d'influencer le cours du marché ou la valeur d'un titre par des pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses<sup>102</sup>.

## B. Voies de droit

Au Canada, la législation en valeurs mobilières ne prévoit pas de mécanisme permettant aux émetteurs ou aux investisseurs de réclamer des dommages-intérêts à des vendeurs à découvert activistes pour des déclarations faites dans le cadre de campagnes<sup>103</sup>. Dans certains territoires, comme l'Australie, la législation sur les sociétés ou les valeurs mobilières contient des dispositions prévoyant un droit privé d'action à l'égard de certaines infractions, notamment l'interdiction de faire ou de diffuser de l'information ou des déclarations fausses ou trompeuses; ces dispositions pourraient s'appliquer aux activités des vendeurs à découvert activistes<sup>104</sup>.

Outre celles prévues par la législation en valeurs mobilières, les émetteurs et les investisseurs pourraient se prévaloir de voies de droit en droit civil ou en common law en vue d'intenter des poursuites en dommages-intérêts pour allégations de comportement problématique de la part de vendeurs à découvert activistes. Toutefois, très peu de décisions judiciaires ont été rendues récemment au Canada sur la vente à découvert activiste<sup>105</sup>. Cette situation s'explique peut-être par les défis pratiques et les problèmes de preuve inhérents aux poursuites civiles<sup>106</sup>.

---

<sup>100</sup> Par exemple, voir la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec, L.R.Q., c. 1-14.01, article 151, et la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, paragraphe 126.1(1).

<sup>101</sup> Dans certains territoires, dont la Colombie-Britannique, l'Alberta, l'Ontario et le Québec, le fait de tenter de commettre une fraude ou de manipuler le marché constitue également une infraction.

<sup>102</sup> *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, article 195.2, et *Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q., c. 1-14.01, article 150. Commet également une infraction toute personne qui, n'étant pas inscrite comme courtier, conseiller ou représentant, diffuse auprès des épargnants des renseignements de nature à influencer leurs décisions d'investissement et en retire un avantage distinct de sa rémunération normale. Voir la *Loi sur les valeurs mobilières*, article 200.

<sup>103</sup> Selon les circonstances, les sanctions civiles prévues par la loi pour information fausse ou trompeuse ne visent généralement que les déclarations faites par les émetteurs, leurs administrateurs, certains de leurs dirigeants et d'autres « personnes influentes ». Voir, p. ex., la partie XXIII et la partie XXIII.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario et la section II du chapitre II du titre III de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec.

<sup>104</sup> Voir, p. ex., *Rural Funds Management Limited as Responsible Entity for the Rural Funds Trust and RF Active v Bonitas Research LLC* [2020] NSWSC 61, 12 février 2020. Il est à noter que la législation en valeurs mobilières de Singapour prévoit également un droit privé d'action en cas d'infraction à celle-ci. *Securities and Futures Act* de Singapour, Cap 289 (éd. rév. de 2006), article 199 et paragraphe 234(1A).

<sup>105</sup> La plupart des décisions judiciaires portant sur la vente à découvert activiste ont été rendues dans le cadre de poursuites en diffamation ou en libelle diffamatoire contre des vendeurs à découvert activistes.

<sup>106</sup> Par exemple, dans certains territoires canadiens, des dispositions législatives visant à contrer les « poursuites-bâillons » ont été adoptées, lesquelles prévoient une procédure préalable au procès permettant au défendeur de demander le rejet d'une poursuite en diffamation intentée pour des motifs d'ordre tactique (par exemple pour faire taire des critiques ou empêcher un débat ou une publication sur une question d'intérêt public). Récemment, la Cour d'appel de l'Ontario a quelque peu rassuré les analystes qui publient des rapports critiques au sujet d'émetteurs en rejetant une

### C. Analyse et questions en vue de de la consultation

D'aucuns craignent que le nombre limité de procédures réglementaires engagées au Canada à l'égard du comportement de vendeurs à découvert activistes puisse contribuer à la perception que les sanctions existantes ne sont pas efficaces comme outils de répression ou de dissuasion des comportements problématiques<sup>107</sup>. En matière de sanction, les autorités en valeurs mobilières disposent d'outils pour s'attaquer aux activités de vente à découvert activiste qui sont des cas de fraude, de manipulation du marché ou de diffusion de déclarations trompeuses dans le marché. Seulement, pour bon nombre d'infractions à la législation en valeurs mobilières pour déclarations trompeuses, il faut établir la preuve d'un comportement illégal *et* de l'importance de la déclaration *et* de son incidence sur le marché<sup>108</sup>. Le recours aux médias sociaux pour diffuser de l'information a également introduit de nouvelles complexités, notamment pour ce qui est de comprendre et de démontrer l'effet sur le marché d'une déclaration en particulier.

Comme autre moyen de dissuasion, la législation canadienne actuelle ne prévoit pas de sanctions civiles pour information fausse ou trompeuse dans le cadre d'une campagne. Rares sont également les cas où des émetteurs ou des investisseurs intentent des poursuites civiles pour des allégations de comportement problématique. Cette réalité pourrait être attribuable aux difficultés inhérentes à de telles poursuites<sup>109</sup>, notamment les défis que représentent les poursuites en diffamation ou en libelle diffamatoire. Elle pourrait également s'expliquer par le souhait de l'émetteur de simplement mettre fin à l'affaire plutôt que de la prolonger dans le cadre d'un litige. Dans la plupart des cas, les poursuites civiles ne semblent pas être considérées comme un moyen souhaitable d'obtenir réparation effective en temps opportun<sup>110</sup>. Le sujet de préoccupation est donc de savoir si le manque de voies de droit effectives encourage d'autant plus les comportements problématiques chez les vendeurs à découvert activistes. Une disposition législative visant à atténuer certaines complexités pratiques relatives aux demandes de réparation au civil pourrait constituer un moyen de dissuasion supplémentaire pour contrer les comportements problématiques, mais une telle disposition serait plutôt inédite et risquerait d'engager involontairement la responsabilité correspondante d'autres parties, notamment les analystes.

---

poursuite en diffamation intentée par un émetteur contre un analyste (*Fortress Real Developments Inc. v Rabidoux*, 2017 ONSC 167). Cependant, de telles requêtes étant essentiellement fondées sur les faits, les tribunaux ont également jugé irrecevable la demande de rejet d'une poursuite-bâillon présentée par un grand vendeur à découvert activiste, même s'ils ont reconnu que l'information concernant [TRADUCTION] « la direction de sociétés cotées en bourse est une question d'intérêt public ». Voir *Thompson v Cohodes*, 2017 ONSC 2590.

<sup>107</sup> Par exemple, voir *Re Carnes*, 2015 BCSECCOM 187; *Cohodes*, *supra* note 96. Il convient cependant de noter que ce problème n'est pas propre au Canada. En effet, très peu de mesures de sanction sont prises contre des vendeurs à découvert activistes dans d'autres territoires.

<sup>108</sup> Voir la note 97.

<sup>109</sup> Par exemple, voir *Harrington*, *supra* note 11.

<sup>110</sup> Ainsi qu'on l'a noté : [TRADUCTION] « Lorsqu'un vendeur à découvert attaque sérieusement l'intégrité de membres de la haute direction ou du conseil d'administration d'une société, il est presque impossible de ne pas céder à la tentation de le poursuivre en diffamation. Certains estiment même devoir tenter une telle poursuite, par crainte que leur inaction soit interprétée comme une admission des allégations du vendeur à découvert. Des sociétés et des chefs de la direction canadiens ont, pour ce motif, entamé par le passé des poursuites à l'égard de rapports critiques. Mais le bien-fondé de cette démarche ne fait pas l'unanimité et l'efficacité des poursuites en diffamation est mise en doute. [...] Qui plus est, le vendeur à découvert risque de maintenir plus longtemps sa position sur les actions de la société après avoir été poursuivi en diffamation afin d'éviter le risque d'atteinte à sa réputation. » Bell, Derek and Ellins, Katelyn, « Get Shorty: Defamation and Regulatory Claims in Canada » (*DLA Piper Canada*), 26 juillet 2017.

## Questions en vue de de la consultation

12. À votre avis, les mécanismes de sanction existants dissuadent-ils adéquatement les vendeurs à découvert activistes d'adopter des comportements problématiques? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?
  - a. Les mesures dissuasives peuvent-elles être améliorées par une réglementation propre aux vendeurs à découvert activistes? Dans l'affirmative, comment?
13. L'introduction de dispositions réglementaires ou réparatrices différentes ou supplémentaires pourrait-elle être envisagée pour dissuader davantage les comportements problématiques? Dans l'affirmative, quelles sont ces dispositions?
14. Pouvez-vous donner des exemples précis de comportements de vendeurs à découvert activistes qui, à votre avis, sont problématiques, mais pourraient ne pas constituer des infractions à la législation en valeurs mobilières actuelle, comme la manipulation du marché ou encore les déclarations ou l'information fausses ou trompeuses? Selon vous, comment les autorités en valeurs mobilières pourraient-elles s'attaquer à ces comportements problématiques?
15. Est-il important qu'une déclaration ait des répercussions réelles sur le marché pour que soit entamée une mesure de sanction par les autorités en valeurs mobilières?
  - a. Devrait-on appliquer une autre norme? Ainsi, la norme de l'« investisseur raisonnable » vous paraît-elle préférable (par exemple un investisseur raisonnable considérerait-il cette déclaration comme importante au moment de prendre une décision d'investissement)? Dans l'affirmative, pourquoi? Quelles seraient les conséquences possibles d'un tel changement?

## QUESTIONS EN VUE DE DE LA CONSULTATION

1. Quelle est votre perception des vendeurs à découvert activistes? Veuillez en décrire les fondements.
2. Pouvez-vous citer des exemples de comportements dans le cadre de Campagnes de vente à découvert activiste qui, à votre avis, sont problématiques?
3. Étant donné que les données disponibles portent principalement sur les grands vendeurs à découvert activistes, quel est votre avis sur les vendeurs à découvert activistes moins connus ou agissant sous un pseudonyme qui ciblent des émetteurs canadiens? Comment peut-on connaître leur identité? Y a-t-il des indices qu'ils lancent des campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché?
4. Quelles sources de données empiriques sur les Campagnes devrions-nous consulter?
5. En 2019, le nombre d'émetteurs canadiens ciblés par les grands vendeurs à découvert activistes a considérablement reculé par rapport à l'année précédente. Existe-t-il des conditions de marché ou d'autres circonstances qui, à votre avis, favoriseraient une recrudescence? Veuillez motiver votre réponse.

6. Y a-t-il des éléments probants particuliers qui indiqueraient que les marchés canadiens sont plus vulnérables à la vente à découvert activiste, y compris la vente à découvert potentiellement problématique (par exemple la taille et le type d'émetteurs, les secteurs d'activité représentés ou d'autres conditions de marché)?
  - a. Veuillez donner des exemples précis de ces vulnérabilités et expliquer en quoi elles diffèrent de la situation d'autres territoires.
7. Les émetteurs sont-ils restreints par des limites d'ordre pratique dans leur capacité à répondre aux allégations faites dans le cadre d'une Campagne? Dans l'affirmative, quelles sont ces limites et avez-vous des recommandations à faire sur les moyens de les atténuer?
8. Les émetteurs sont-ils réticents à s'adresser aux autorités de réglementation lorsqu'ils s'estiment injustement ciblés par un vendeur à découvert activiste? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?
9. Le cadre réglementaire actuel permet-il de gérer adéquatement les risques associés aux ventes à découvert activistes problématiques? Veuillez motiver votre réponse et donner des exemples précis de préoccupations et d'aspects à l'égard desquels, à votre avis, il ne serait pas adéquat.
10. Depuis 2012, année de la mise en œuvre des modifications des RUIIM concernant les ventes à découvert et les transactions échouées, y a-t-il eu des faits ou des renseignements nouveaux sur le marché pouvant justifier la révision du cadre réglementaire actuel régissant la vente à découvert? Dans l'affirmative, veuillez décrire ces faits ou ces renseignements et indiquer, en fournissant les éléments probants qui soutiennent votre point de vue :
  - a. si, à votre avis, il existe un lien entre les transactions échouées et les ventes à découvert activistes;
  - b. quelles modifications devraient être envisagées et pour quels motifs, plus particulièrement en ce qui a trait aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques;
  - c. s'il existe des exigences réglementaires pertinentes dans d'autres territoires qu'il serait souhaitable d'examiner, et pourquoi.
11. Le régime d'information actuel sur les ventes à découvert est-il adéquat? Veuillez motiver votre réponse en indiquant :
  - a. quelles obligations d'information permettraient de répondre aux risques liés aux ventes à découvert activistes potentiellement problématiques et la manière dont elles amélioreraient les mesures de dissuasion;
  - b. quel élément déclencherait d'éventuelles obligations d'information supplémentaire et à quel moment cette information devrait être fournie;
  - c. de quelle manière la déclaration d'information supplémentaire peut être utile sans nuire à la liquidité du marché;

- d. si vous prévoyez des enjeux liés à l'imposition d'une obligation de mise à jour après la déclaration volontaire de l'information sur une position vendeur.
12. À votre avis, les mécanismes de sanction existants dissuadent-ils adéquatement les vendeurs à découvert activistes d'adopter des comportements problématiques? Dans l'affirmative comme dans la négative, pourquoi?
    - a. Les mesures dissuasives peuvent-elles être améliorées par une réglementation propre aux vendeurs à découvert activistes? Dans l'affirmative, comment?
  13. L'introduction de dispositions réglementaires ou réparatrices différentes ou supplémentaires pourrait-elle être envisagée pour dissuader davantage les comportements problématiques? Dans l'affirmative, quelles sont ces dispositions?
  14. Pouvez-vous donner des exemples précis de comportements de vendeurs à découvert activistes qui, à votre avis, sont problématiques, mais pourraient ne pas constituer des infractions à la législation en valeurs mobilières actuelle, comme la manipulation du marché ou encore les déclarations ou l'information fausses ou trompeuses? Selon vous, comment les autorités de réglementation pourraient-elles s'attaquer à ces comportements problématiques?
  15. Est-il important qu'une déclaration ait des répercussions réelles sur le marché pour que soit entamée une mesure de sanction par les autorités en valeurs mobilières?
    - a. Devrait-on appliquer une autre norme? Ainsi, la norme de l'« investisseur raisonnable » vous paraît-elle préférable (par exemple un investisseur raisonnable considérerait-il cette déclaration comme importante au moment de prendre une décision d'investissement)? Dans l'affirmative, pourquoi? Quelles seraient les conséquences possibles d'un tel changement?

## Commentaires et mémoires

Le comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions énoncées dans le présent document de consultation publique. Veuillez présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La consultation prend fin le **3 mars 2021**.

### **Déclaration relative au document de consultation**

Certains membres des ACVM exigent la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Nous publierons toutes les réponses reçues sur le site Web de l’Autorité des marchés financiers ([www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)), sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l’Ontario ([www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca)) et sur celui de l’Alberta Securities Commission ([www.albertasecurities.com](http://www.albertasecurities.com)). Nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe qu’ils précisent en quel nom leur mémoire est présenté.

Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 3 mars 2021. Veuillez les transmettre par courriel en format Microsoft Word.

Veuillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM suivants :

British Columbia Securities Commission  
Alberta Securities Commissions  
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
Commission des valeurs mobilières de l’Ontario  
Autorité des marchés financiers  
Commission des services financiers et des services aux consommateurs  
(Nouveau-Brunswick)  
Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard  
Nova Scotia Securities Commission  
Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador  
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon  
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest  
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM.

M<sup>e</sup> Philippe Lebel  
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques  
Autorité des marchés financiers  
Place de la Cité, tour Cominar  
2640, boulevard Laurier, bureau 400  
Québec (Québec) G1V 5C1  
Télec. : 514 864-8381  
Courriel : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

The Secretary  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20 Queen Street West  
22nd Floor  
Toronto (Ontario) M5H 3S8  
Télec. : 416 593-2318  
Courriel : [comments@osc.gov.on.ca](mailto:comments@osc.gov.on.ca)

## Questions

Veillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

### **Autorité des marchés financiers**

Serge Boisvert  
Analyste à la réglementation  
Direction de l'encadrement des bourses et  
des OAR  
514 395-0558, poste 4358  
1 877 525-0337, poste 4358  
[serge.boisvert@lautorite.qc.ca](mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca)

Roland Geiling  
Analyste en produits dérivés  
Direction de l'encadrement des bourses et  
des OAR  
514 395-0337, poste 4323  
1 877 525-0337, poste 4323  
[roland.geiling@lautorite.qc.ca](mailto:roland.geiling@lautorite.qc.ca)

Catherine Lefebvre  
Analyste experte aux OAR  
Direction de l'encadrement des bourses et  
des OAR  
514 395-0337, poste 4348  
1 877 525-0337, poste 4348  
[catherine.lefebvre@lautorite.qc.ca](mailto:catherine.lefebvre@lautorite.qc.ca)

## **British Columbia Securities Commission**

Kathryn Anthistle  
Senior Legal Counsel, Legal Services  
Capital Markets Regulation Division  
604 899-6536  
[kanthistle@bcsc.bc.ca](mailto:kanthistle@bcsc.bc.ca)

Eric Pau  
Senior Legal Counsel, Legal Services  
Corporate Finance  
604 899-6764  
[epau@bcsc.bc.ca](mailto:epau@bcsc.bc.ca)

Jennifer Whately  
Senior Enforcement Counsel  
Enforcement  
604 899-6625  
[jwhately@bcsc.bc.ca](mailto:jwhately@bcsc.bc.ca)

## **Alberta Securities Commission**

Jesse Ahlan  
Regulatory Analyst, Market Structure  
403 297-2098  
[Jesse.Ahlan@asc.ca](mailto:Jesse.Ahlan@asc.ca)

Jan Bagh  
Senior Legal Counsel  
403 355-2804  
[Jan.Bagh@asc.ca](mailto:Jan.Bagh@asc.ca)

Jay Mitchell  
Securities Analyst  
403 355-4486  
[Jay.Mitchell@asc.ca](mailto:Jay.Mitchell@asc.ca)

## **Commission des valeurs mobilières du Manitoba**

Tyler Ritchie  
Investigator  
204 945-6922  
[tyler.ritchie@gov.mb.ca](mailto:tyler.ritchie@gov.mb.ca)

## **Commission des valeurs mobilières de l'Ontario**

Timothy Baikie  
Senior Legal Counsel, Market Regulation  
416 593-8136  
[tbaikie@osc.gov.on.ca](mailto:tbaikie@osc.gov.on.ca)

Paloma Ellard  
Manager, General Counsel's Office  
416 595-8906  
[pellard@osc.gov.on.ca](mailto:pellard@osc.gov.on.ca)

Steven Oh  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
416 595-8778  
[soh@osc.gov.on.ca](mailto:soh@osc.gov.on.ca)

Ruxandra Smith  
Senior Accountant, Market Regulation  
416 593-8322  
[rsmith@osc.gov.on.ca](mailto:rsmith@osc.gov.on.ca)

Kevin Yang  
Senior Research Analyst, Regulatory  
Strategy and Research  
416 204-8983  
[kyang@osc.gov.on.ca](mailto:kyang@osc.gov.on.ca)