

Ventes à découvert au Canada : réglementation actuelle et modifications récentes

SIMON ROMANO (sromano@stikeman.com), ALEX COLANGELO (acolangelo@stikeman.com) ET RAMANDEEP GREWAL (rgrewal@stikeman.com)

La version anglaise de cet article figure sur le site **CANADIAN SECURITIES LAW ONLINE.**

Ce blogue qui porte sur les valeurs mobilières et les fusions et acquisitions a récemment été reconnu par la Legal Marketing Association lors des 2009 Your Honour Awards. Les juges ont été « impressionnés par la grande qualité du site » et lui ont accordé la première place dans la catégorie des outils de marketing en ligne des cabinets d'avocats. Canadian Securities Law Online est le premier blogue important à être lancé par un grand cabinet d'avocats canadien en droit des affaires. Il a reçu plus de 50 000 visites depuis son lancement.

Pour s'inscrire au site, il suffit d'en faire la demande par courriel en suivant le lien du fil RSS du site.

Visitez le site au

www.canadiansecuritieslaw.com.

La volatilité récente des marchés boursiers a provoqué différentes réactions chez les autorités de réglementation. L'une des réactions particulièrement communes sur la scène internationale fut l'imposition de restrictions applicables aux ventes à découvert de titres, approche visant à atténuer la pression à la baisse sur la valeur de certaines sociétés. Aux États-Unis, par exemple, la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») a interdit les ventes à découvert d'actions de sociétés financières à l'automne 2008. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») lui a emboîté le pas en imposant une restriction sur les ventes à découvert de titres de sociétés qui étaient intercotés sur une bourse américaine et inscrits sur la liste restrictive de la SEC. Bien que ces restrictions particulières aient rapidement expiré, les règles générales canadiennes applicables aux ventes à découvert font depuis un certain temps l'objet d'un examen par les autorités de réglementation. D'ailleurs, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») a récemment publié deux études sur les ventes à découvert, dont l'une examine l'incidence des restrictions imposées dernièrement. Le présent bulletin se veut un aperçu des règles canadiennes actuelles qui s'appliquent aux ventes à découvert, des modifications récentes et des changements proposés.

Cadre réglementaire

Au Canada, la plupart des règles relatives aux ventes à découvert sont régies par les *Règles universelles d'intégrité du marché* (les « RUIM » ou les « Règles »). Il s'agit d'une série de règles communes qui régissent la négociation des valeurs mobilières et qui s'appliquent dans l'ensemble du pays. Au sens de l'article 1.1 des RUIM, une « vente à découvert » est une « 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 ». La définition dresse également la liste d'un certain nombre de circonstances dans lesquelles un vendeur sera réputé (ou non) être propriétaire d'un titre. Aux termes de l'article 3.1 des RUIM, un participant (courtier) ne peut effectuer de vente à découvert d'un titre à moins que le prix ne soit égal ou supérieur au dernier cours vendeur, sous réserve de certaines exceptions (le « critère de fluctuation minimale du cours » (*tick-test*) ou la « règle de fluctuation minimale du cours » (*uptick rule*)). Cette restriction n'est pas assujettie à la liquidité du titre ni au niveau de difficulté associé à l'emprunt du titre pour régler la vente à découvert. L'objectif du critère de fluctuation minimale du cours est d'éviter que les vendeurs qui ne sont pas propriétaires d'un titre particulier exercent une pression à la baisse exagérée sur le cours du titre en question. Toutefois, vu l'abolition de ce critère aux États-Unis, l'interdiction a été assouplie au Canada le 6 juillet 2007 pour les actions intercotées

aux États-Unis. Les autorités de réglementation canadiennes ont effectué cette modification pour assurer un traitement uniforme des titres de sociétés qui sont inscrits à la cote d'une bourse dans les deux pays.ⁱ Les *Règles régissant les courtiers membres* de l'OCRCVM prévoient les couvertures prescrites qui s'appliquent aux titres, y compris les droits et les bons de souscription, inscrits à la cote d'une bourse reconnue au Canada ou aux États-Unis relativement aux courtiers membres.

Par opposition aux exigences des États-Unis qui imposent l'obligation de repérer des actions pour procéder à une vente à découvert, l'article 2.2 des RUIIM prévoit qu'un participant (courtier) doit uniquement avoir une « attente raisonnable » de pouvoir régler la transaction. De plus, les Règles exigent que toute vente à découvert soit désignée comme telle ou comme vente à découvert dispensée, et les participants doivent avoir établi des politiques et des procédures adéquates pour s'assurer que tout ordre placé est codé convenablement. Aux termes de l'article 10.10 des RUIIM, les participants et les personnes ayant droit d'accès (les adhérents d'un SNP) sont en outre tenus d'établir et de déposer un relevé des positions à découvert deux fois par mois.

Les lois sur les valeurs mobilières exigent généralement que les clients divulguent à leurs courtiers leurs positions à découvert. En Ontario, par exemple, l'article 48 de la *Loi sur les valeurs mobilières* exige que « la personne ou la compagnie qui passe un ordre pour la vente d'une valeur mobilière par l'entremise d'un courtier inscrit agissant comme son mandataire et qui, selon le cas :

- a) n'est pas propriétaire de la valeur mobilière au moment où elle passe l'ordre;
- b) sait que son mandant n'est pas propriétaire de la valeur mobilière si elle agit elle-même comme mandataire,

doit déclarer à son mandataire au moment où elle passe l'ordre, qu'elle-même ou son mandant, selon le cas, n'est pas propriétaire de la valeur mobilière ».

La réglementation n'établit pas de distinction entre les ventes à découvert « non couvertes » et les ventes à découvert « couvertes ». Toutefois, la pratique de la vente à découvert « non couverte », bien qu'elle ne soit pas spécifiquement proscrite comme telle, pourrait contrevenir à d'autres dispositions de la législation en valeurs mobilières ou à des règles d'organismes d'autoréglementation lorsque l'opération n'est pas réglée. Plus particulièrement, l'article 126.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* interdit les activités qui « entraînent une apparence trompeuse d'opérations sur valeurs mobilières ou produits dérivés de valeurs mobilières ou un coût artificiel à l'égard de telles valeurs ou de tels produits, ou y contribuent » ou qui « constituent une fraude à l'égard d'une personne ou d'une compagnie ». La partie 3 du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* contient des interdictions semblables contre la manipulation et la fraude, même si une personne ou une société qui se conforme à des exigences similaires établies par une bourse reconnue, par un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou un fournisseur de services de réglementation est dispensée de leur application. Aux termes du paragraphe 127(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières*, la CVMO a également un « pouvoir relativement à l'intérêt public » lui permettant de rendre un large éventail d'ordonnances qui, à son avis, sont dans l'intérêt du public aux fins de la *Loi sur les valeurs mobilières* (même si l'activité faisant l'objet de l'ordonnance n'est pas spécifiquement proscrite par la législation). Les règles de la Bourse de Toronto imposent également certaines obligations à ses « organisations participantes » dans le cadre d'opérations qui ne sont pas réglées (voir la *Règle 5-301 Rachats d'office*).

La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* interdit également à certains initiés d'effectuer des ventes à découvert, sous réserve de certaines exceptions, et d'acheter une option de vente ou de vendre une option d'achat portant sur les valeurs mobilières de la société applicable.

Propositions de 2007

Le 7 septembre 2007, Services de réglementation du marché inc. (« SRM »), précurseur de l'OCRCVM, a publié un Avis de consultation portant sur des modifications proposées aux Règles RUIIM sur les ventes à découvert (les « propositions 2007 »). Dans son Avis, SRM indiquait qu'un certain nombre d'études laissaient entendre que le critère de fluctuation minimale du cours n'était pas très utile dans un contexte baissier et que son éventuelle incidence négative sur le processus d'établissement des cours pourrait l'emporter sur l'effet bénéfique. Comme il est indiqué dans l'Avis, l'examen de la doctrine sur les ventes à découvert « est parvenu à la conclusion que les restrictions quant au cours agissent généralement de sorte à restreindre l'établissement des cours en limitant l'arbitrage et en suscitant une fixation du cours excessive à l'égard de titres, ce qui touche l'efficacité et la liquidité globale du marché ».

Plus particulièrement, les modifications proposées avaient pour but :

1. d'abroger le critère de fluctuation minimale du cours pour permettre à l'autorité de désigner un titre déterminé ou une catégorie de titres comme étant inadmissible à une vente à découvert;
2. de supprimer l'exigence de déposer deux fois par mois des relevés de positions à découvert si des renseignements convenables portant sur les ventes à découvert sont disponibles;
3. d'exiger qu'un avis soit donné à une autorité de réglementation si, après l'exécution d'une transaction de vente à découvert, la transaction est modifiée;
4. de prévoir la définition de l'expression « transaction échouée » et d'exiger qu'une déclaration d'échec soit faite si le motif de l'échec n'est pas réglé dans un délai de dix jours;
5. de prévoir qu'une autorité de réglementation peut annuler une transaction échouée, dans certains cas;
6. de supprimer les dispositions relatives à la désignation des ordres « à découvert dispensés » (utilisés, entre autres, pour la revente de titres avec restrictions de transfert aux États-Unis);
7. de préciser les exigences que doit respecter un vendeur en vue d'être réputé propriétaire des titres au moment d'une vente.

Toutefois, des mesures semblables aux obligations de repérage et de « dénouement » des États-Unis n'ont pas été proposées par SRM « en fonction des résultats des études empiriques au Canada qui indiquent que les taux d'échec des transactions sont considérablement plus faibles qu'aux États-Unis et qu'il n'existe aucun rapport entre les ventes à découvert et les transactions échouées au Canada ». SRM sollicitait des commentaires sur ces modifications proposées jusqu'au 9 octobre 2007.

Difficultés éprouvées par les marchés

L'augmentation de la volatilité a toutefois commencé à tourmenter les marchés avant l'adoption des modifications proposées. Alors que les marchés boursiers commençaient à chuter en 2007, les difficultés auxquelles faisaient face les institutions financières et de placement à l'été et l'automne 2008 entraînaient une chute brutale des marchés et une pression accrue sur la valeur des titres. Aux États-Unis, la SEC a réagi, le 17 septembre 2008, en interdisant la vente à découvert « non couverte », exigeant que les titres qui faisaient l'objet d'une vente à découvert soient livrés à la fin des heures d'ouverture du marché à la date de règlement. Cette mesure est attribuable à la préoccupation de la SEC au sujet des « fluctuations éventuelles inutiles ou artificielles en fonction de rumeurs non fondées au sujet de la stabilité d'institutions financières et d'autres émetteurs exacerbées par la vente à découvert « non couverte » ». Le lendemain, la SEC a interdit la vente à découvert d'un certain nombre de titres de sociétés financières (sous réserve de certaines exceptions) afin de les protéger davantage. Le 19 septembre 2008, la CVMO a pris des mesures visant à restreindre la vente à découvert de titres de certaines sociétés financières qui étaient inscrits à la cote de la Bourse de Toronto et intercotés aux États-Unis ou qui étaient échangeables contre des titres d'une société financière figurant dans l'ordonnance de la SEC. L'objectif déclaré de l'ordonnance de la CVMO était de « prévenir l'arbitrage réglementaire sur la vente à découvert en Ontario [...] et de promouvoir des marchés équitables et ordonnés en Ontario » pour les titres en cause. Les ordonnances de la CVMO et de la SEC interdisant les ventes à découvert de ces titres ont expiré le 8 octobre 2008. Le 15 octobre 2008, la SEC a publié une règle temporaire définitive intermédiaire relativement à la divulgation de ventes à découvert et de positions à découvert par des gestionnaires de placement institutionnels. La U.K. Financial Services Authority a également interdit les ventes à découvert de certains titres financiers, mesure temporaire qui a expiré en janvier 2009.

Avis d'approbation de l'OCRCVM – le 15 octobre 2008

Le 15 octobre 2008, l'OCRCVM a publié un avis d'approbation (les « modifications 2008 ») portant sur l'adoption de certaines dispositions des propositions 2007. Toutefois, la proposition visant à supprimer le critère de fluctuation minimale du cours a été reportée « à la lumière des mesures récentes prises par la SEC de manière temporaire en vue de restreindre ou d'interdire les ventes à découvert visant des titres d'émetteurs financiers ou d'émetteurs en général, et compte tenu de la préoccupation exprimée dans les médias que l'abrogation des restrictions quant au cours dans le cadre de vente à découvert aux États-Unis a peut-être contribué à la volatilité qu'ont connue les marchés américains », tout comme la proposition d'exiger la préparation de relevés de positions à découvert. En outre, les modifications 2008 ne comprenaient pas les propositions qui auraient permis à une autorité de réglementation d'annuler les transactions

échouées. Chose intéressante, récemment en avril 2009, la SEC a également pris la décision de solliciter les commentaires du public sur des propositions visant à imposer d'autres restrictions sur les ventes à découvert, notamment la réintroduction de restrictions sur la fluctuation minimale du cours.

En résumé, les modifications 2008 apportent les changements suivants :

1. elles exigent qu'un avis soit donné à une autorité de réglementation si, après l'exécution d'une transaction, la transaction est modifiée ou annulée. L'objectif de cette disposition est de s'assurer qu'une telle mesure « ne s'effectue pas à l'extérieur des processus habituels des marchés et de CDS (le dépositaire actif dans le processus de règlement) sauf si l'OCRCVM est avisé [...] et a la possibilité d'examiner la modification aux fins de vérifier s'il existe des préoccupations éventuelles en matière d'intégrité du marché »;
2. elles permettent à l'autorité de désigner des titres déterminés ou une catégorie de titres comme étant inadmissibles aux ventes à découvert, sous réserve de certaines exceptions. L'OCRCVM indique que ces restrictions seront relativement rares. Toutefois, cette disposition « a pour but de prévoir une souplesse supplémentaire pour que l'autorité de contrôle du marché puisse réagir à l'évolution de la négociation d'un titre déterminé ou d'une catégorie de titres si les taux de transactions échouées [...] deviennent excessifs ». Les critères à examiner afin de donner suite à une telle restriction sur les ventes à découvert figurent également dans les modifications 2008;
3. elles prévoient la définition de l'expression « transaction échouée » et exigent qu'une déclaration soit faite si le motif de l'échec n'est pas réglé dans les dix jours suivant la date de règlement initiale. Cette déclaration a pour but de permettre à l'OCRCVM « d'établir si la transaction n'a pas été réglée pour un motif « irrégulier » »;
4. elles précisent certaines exigences que doivent respecter les vendeurs en vue d'être réputés propriétaires des titres.

Les dispositions concernant la remise d'un avis de prolongation des transactions échouées et d'annulations ou de modifications de transactions ont d'abord été reportées au 1^{er} mars 2009, mais l'OCRCVM a depuis annoncé que la date d'entrée en vigueur sera de nouveau reportée à une date ultérieure qui sera annoncée. L'OCRCVM devrait également publier un avis énonçant le contenu et les procédures particulières de ces relevés. De plus, l'OCRCVM prévoit amorcer l'étude de l'impact des modifications 2008, des effets des dispenses d'émetteurs intercotés et des effets éventuels de l'abrogation de toutes les restrictions quant au cours applicables aux ventes à découvert.ⁱⁱ L'étude d'impact sera réalisée par un tiers et les résultats seront publiés afin que le public puisse formuler des commentaires.

Conclusion

Ainsi, bien que les modifications 2008 comportent un certain nombre des propositions 2007, les ventes à découvert sont autorisées, mais le critère de fluctuation minimale du cours demeure en vigueur au Canada pour les titres qui ne sont pas intercotés. De plus, les transactions échouées qui sont annulées et modifiées seront assujetties à un plus grand nombre de règles, et certains titres pourront être déclarés inadmissibles à la vente à découvert. En outre, comme il est indiqué ci-dessus, la proposition visant à mettre en place des exigences de pré-emprunt devrait être publiée sous peu par l'OCRCVM. L'étude des effets des restrictions quant au cours et de l'impact des modifications 2008 pourrait mener à d'autres propositions de modifications.

Pour obtenir de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec votre représentant de Stikeman Elliott ou un membre de notre groupe Financement des entreprises et valeurs mobilières dont les coordonnées figurent au www.stikeman.com

ⁱ Il faut toutefois noter que la SEC a récemment annoncé qu'elle examine des propositions visant à imposer des restrictions applicables aux ventes à découvert, lesquelles comprennent des restrictions sur la règle de fluctuation minimale du cours. Le 8 avril 2009, la SEC a pris la décision de solliciter les commentaires du public sur « ces restrictions visant le critère de fluctuation minimale du cours et la règle coupe-circuit ».

ⁱⁱ Il faut noter qu'après la publication des modifications 2008, l'OCRCVM a publié deux études portant sur les ventes à découvert. La première étude, intitulée « Tendances récentes relatives à l'activité de négociation, aux ventes à découvert et aux transactions échouées », traitait des tendances relatives à l'activité de négociation pendant la période s'étendant du 1^{er} mai 2007 au 30 septembre 2008, plus précisément de la vente à découvert et des transactions échouées. L'étude montre que malgré le fait que le nombre moyen de transactions quotidiennes a augmenté « considérablement » pendant la période de l'étude, « il n'y a pas eu de changement important » à l'égard des ventes à découvert. La deuxième étude publiée a pour titre « Étude de l'incidence de l'interdiction de ventes à découvert de titres intercotés d'émetteurs du secteur financier ». L'objectif de cette étude était d'examiner l'impact de restrictions récentes imposées par la CVMO en septembre et octobre 2008 pour freiner les ventes à découvert en cas de volatilité accrue des marchés. L'étude a en particulier révélé que les ordonnances de la CVMO « ne semblent pas avoir eu une incidence marquée sur le cours des titres soit de sociétés financières restreintes, soit de sociétés financières non restreintes ». Toutefois, les ordonnances « semblent avoir eu une incidence considérable sur la qualité du marché à l'égard de la négociation de titres de sociétés financières restreintes » en réduisant la qualité disponible à l'égard des titres de sociétés financières restreintes et en augmentant l'écart à l'égard des titres de sociétés financières restreintes tel que mesuré par la différence entre les cours acheteur et vendeur à la clôture. L'incidence des études sur les mesures réglementaires futures n'est pas encore précise; toutefois, le communiqué de l'OCRCVM indique que les études « fournissent les données et les analyses qui font partie intégrante de notre processus efficace d'élaboration des politiques ».