

## ARTICLE 3 – VENTES À DÉCOUVERT

### 3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert

- (1) Sauf indication contraire, un participant ou une personne ayant droit d'accès ne peut effectuer une vente à découvert d'un titre sur un marché à moins que le prix ne soit égal ou supérieur au dernier cours vendeur.
  
- (2) Un titre peut faire l'objet d'une vente à découvert sur un marché à un prix inférieur au dernier cours vendeur si la vente est, selon le cas :
  - a) une transaction déclenchée par ordinateur conformément aux règles du marché;
  - b) effectuée en vue d'assurer le respect des obligations du teneur de marché conformément aux règles du marché;
  - c) effectuée pour un compte d'arbitrage, à la condition que le vendeur sache ou ait des motifs raisonnables de croire qu'il existe une offre lui permettant de couvrir cette vente, et qu'il ait l'intention de l'accepter immédiatement;
  - d) effectuée pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés et :
    - (i) d'une part, conformément aux obligations de tenue de marché du vendeur à l'égard du titre ou d'un titre connexe,
    - (ii) d'autre part, pour couvrir une position préexistante sur le titre ou un titre connexe;
  - e) la première vente du titre sur un marché effectuée ex-dividendes, ex-droits ou ex-distribution et que le prix n'est pas inférieur au dernier cours vendeur, déduction faite de la valeur en espèces du dividende, du droit ou de toute autre distribution;
  - f) le résultat, selon le cas :
    - (i) d'un ordre au cours du marché,
    - (ii) d'un ordre au dernier cours,
    - (iii) d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume,
    - (iv) d'un ordre de base
    - (v) d'un ordre au cours de clôture;
  - g) une transaction visant les titres d'un fonds dispensé négocié en bourse
  - h) effectuée en vue de respecter une obligation d'exécuter un ordre que toute disposition des RUIM ou toute Politique impose à un participant ou à une personne ayant droit d'accès.

## **POLITIQUE 3.1 – RESTRICTIONS APPLICABLES AUX VENTES À DÉCOUVERT**

### **Article 1 – Saisie des ventes à découvert avant l'ouverture**

*Avant l'ouverture d'un marché un jour de bourse, une vente à découvert ne peut être saisie sur le marché en question sous forme d'ordre au mieux; elle doit être saisie sous forme d'ordre à cours limité, assorti d'un cours égal ou supérieur au dernier cours vendeur du titre indiqué sur un affichage consolidé du marché (ou égal ou supérieur au cours de clôture de la veille, déduction faite des dividendes ou des distributions si le titre se négocie ex-dividende ou ex-distribution à l'ouverture).*

### **Article 2 – Cours des ventes à découvert sur les titres négociés ex-distribution**

*Lorsque le montant d'une distribution est retranché du cours d'une transaction précédente, il se peut que le cours du titre se situe entre deux échelons de cotation. (Par exemple, une action à 10 \$ assortie d'un dividende de 0,125 \$ aurait un cours ex-dividende de 9,875 \$. Un ordre de vente à découvert ne pourrait être saisi qu'à 9,87 \$ ou 9,88 \$.) Dans une telle situation, le cours de l'ordre doit être coté au moins au cours supérieur suivant. (Dans l'exemple cité, le cours minimal de la vente à découvert serait de 9,88 \$, soit le cours supérieur suivant le cours ex-dividende de 9,875 \$.)*

*Dans le cas d'une distribution de titres (autre qu'un fractionnement d'action), la valeur de la distribution ne peut être arrêtée tant que le titre faisant l'objet de la distribution n'a pas été négocié. (Par exemple, si les actionnaires de la société ABC reçoivent des actions de la société XYZ dans le cadre d'une distribution, il ne peut y avoir de vente à découvert initiale ex-distribution des actions de la société ABC à un cours inférieur à celui de la transaction précédente tant que les actions de la société XYZ n'auront pas été négociées et leur valeur arrêtée.)*

*Une fois qu'un titre a été négocié ex-distribution, la règle habituelle en matière de ventes à découvert s'applique et le cours de référence est celui de la transaction précédente.*

**Expressions définies :**

RUIM paragraphe 1.1 – affichage consolidé du marché, compte d'arbitrage, dernier cours vendeur, échelon de cotation, fonds négocié en bourse, jour de bourse, marché, obligations du teneur de marché, ordre à cours limité, ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, ordre au cours de clôture, ordre au cours du marché, ordre au dernier cours, ordre au mieux, ordre de base, participant, personne ayant droit d'accès, Politique, règles du marché, RUIM, teneur de marché des instruments dérivés, titre connexe, transaction déclenchée par ordinateur et vente à découvert  
RUIM alinéa 1.2(2) – transaction

**Historique réglementaire :**

Avec prise d'effet le 27 août 2004, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification visant à ajouter le sous-alinéa g) à l'alinéa (2).

Avec prise d'effet le 8 avril 2005, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification visant à ajouter au sous-alinéa f) de l'alinéa (2) la division (iv).

Avec prise d'effet le 9 mars 2007, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification visant à ajouter au sous-alinéa f) de l'alinéa (2) la division (v).

Avec prise d'effet le 16 mai 2008, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification visant à ajouter le sous-alinéa h) à l'alinéa (2).

Dans le cadre de la reconnaissance de l'OCRCVM et de son adoption des RUIM, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé une modification apportée au sous-alinéa h) de l'alinéa (2) du paragraphe 3.1 et qui est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juin 2008 afin de remplacer le mot « règle » par « disposition des RUIM ».

Dans le cadre de la reconnaissance de l'OCRCVM et de son adoption des RUIM, les commissions

des valeurs mobilières compétentes ont approuvé certaines modifications aux fins d'harmonisation de la version française avec l'ensemble des RUIIM et des autres règles du marché, notamment en remplaçant, à l'alinéa (1) du paragraphe 3.1, le membre de phrase « vendre un titre à découvert » par « effectuer la vente à découvert d'un titre », et dans la partie introductive de l'alinéa (2) du paragraphe 3.1, le membre de phrase « être vendu » par « faire l'objet d'une vente », lesquelles modifications sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> juin 2008. Avant cette date, les dispositions se lisaient ainsi :

- (1) Sauf indication contraire, un participant ou une personne ayant droit d'accès ne peut vendre un titre à découvert sur un marché à moins que le prix ne soit égal ou supérieur au dernier cours vendeur.
- (2) Un titre peut être vendu à découvert sur un marché à un prix inférieur au dernier cours vendeur si la vente est, selon le cas :

Avec prise d'effet le 8 janvier 2010, les commissions des valeurs mobilières compétentes ont approuvé des modifications à l'alinéa (2) du paragraphe 3.1 visant à remplacer l'expression « fonds négocié en bourse » par « fonds dispensé négocié en bourse ».

**Orientation :** Le texte qui suit est celui de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-020 publié le 13 août 2004 sous le titre « **Vente de titres restreints** »

L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») a récemment reçu un certain nombre de demandes de renseignements à savoir si une vente portant sur un titre « restreint » devrait être désignée comme une « vente à découvert ». Aux fins de la définition d'une « vente à découvert » en vertu des Règles universelles d'intégrité du marché, une personne est considérée ne pas être propriétaire de titres déterminés si les titres qu'elle détient sont assujettis à une restriction à la vente imposée par :

- les lois sur les valeurs mobilières applicables;
- une exigence d'un marché à titre de condition à l'inscription ou à la cotation des titres.

Si le détenteur d'un titre qui fait l'objet d'une restriction à la vente, que celle-ci soit imposée par les lois sur les valeurs mobilières ou les règles d'un marché, saisit d'un ordre sur un marché en vue de la vente de ce titre **avant l'expiration des restrictions à la vente imposées par les lois sur les valeurs mobilières ou les règles du marché**, l'ordre doit être désigné comme « vente à découvert ». Afin de se conformer aux lois sur les valeurs mobilières applicables et aux exigences réglementaires, un ordre visant la vente de titres « restreints » devrait être désigné comme « vente à découvert » même lorsque les restrictions à la vente viendront à échéance avant la date de règlement de la transaction qui découle de l'exécution de l'ordre.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-023 publié le 29 juillet 2005 sous le titre « **Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés** ». L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-023 a été abrogé et remplacé par l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 publié le 1<sup>er</sup> septembre 2006 sous le titre « **Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés** ». Des dispositions supplémentaires tirées de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-023 figurent aux Règles 5.2, 5.3, 7.7 et 8.1.

### Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur les obligations incombant à un participant ou à une personne ayant droit d'accès en vertu des règles et politiques prises en application des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIIM ») en ce qui a trait aux activités de négociation visant un titre qui se négocie sur plus d'un marché. Les RUIIM définissent un *marché* comme une bourse (une « bourse ») reconnue, un système de cotation et de déclaration d'opérations (« SCDO ») reconnu ou un système de négociation parallèle (« SNP ») exploitant ses activités commerciales au Canada.

### Contexte

La Norme canadienne 21-101 (la « Norme sur le fonctionnement du marché ») et la Norme canadienne 23-101 (les « règles de négociation ») (les « règles visant les SNP ») envisagent la possibilité que les mêmes titres se négocient sur plusieurs marchés. Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») a été reconnue comme organisme d'autoréglementation par la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et l'Autorité des marchés financiers du Québec (les « autorités de reconnaissance ») et est autorisée à agir en qualité de fournisseur de services de réglementation aux fins des règles visant les SNP. SRM a adopté, et les autorités de reconnaissance ont approuvé, les RUIIM comme règles d'intégrité en matière de négociation qui s'appliqueraient à tout marché qui retient les services de SRM en qualité de fournisseur de services de réglementation.

Présentement, les services de SRM ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation pour la Bourse de Toronto (la « TSX »), la Bourse de croissance TSX (la « BC TSX ») et Canadian Trading and Quotation System (« CNQ »), en tant que bourses, et par Bloomberg Tradebook Canada Company, Liquidnet Canada Inc. et Markets Securities Inc. (« MSI »), chacune en tant que SNP. Jusqu'à tout dernièrement, aucun de ces marchés n'exécutait de transactions visant un titre qui se négociait également sur un autre marché. Certains titres sont présentement intercotés à CNQ et à la BC TSX. MSI a l'intention, au

moment où elle débutera son exploitation, de permettre la négociation à l'égard de tous les titres qui sont cotés à la TSX. À l'avenir, MSI pourrait élargir sa négociation de titres afin d'inclure des titres qui sont cotés à CNQ ou à la BC TSX.

### **Exigences aux termes des RUIM**

Les RUIM contiennent un certain nombre de règles qui exigent que la négociation s'effectue moyennant le *dernier cours vendeur* ou moyennant un cours qui est identique ou supérieur au *meilleur cours vendeur* ou au *meilleur cours acheteur*. Dans chaque cas, ce cours est établi par renvoi aux renseignements concernant les ordres ou les transactions figurant dans un *affichage consolidé du marché*, lequel est composé à partir de renseignements concernant les ordres et les transactions provenant des marchés auxquels ont accès un participant ou une personne ayant droit d'accès. Plus précisément, un participant doit tenir compte des renseignements concernant les ordres et les transactions provenant de chaque :

- bourse dont il est membre;
- SCDO dont il est utilisateur;
- SNP dont il est adhérent.

En outre, un participant serait tenu de se reporter aux renseignements concernant les ordres et les transactions provenant d'un marché déterminé s'il a conclu une entente contractuelle en tant que « remisier » avec un autre courtier en qualité de « courtier chargé de comptes » et cet autre courtier est un adhérent, utilisateur ou membre du marché.

Une personne ayant droit d'accès est tenue de se reporter aux renseignements concernant les ordres et les transactions provenant de chaque :

- bourse ou SCDO auquel elle s'est vue octroyer un droit d'accès, soit directement soit par l'entremise d'une connexion électronique, au système d'acheminement des ordres d'un membre ou d'un utilisateur;
- SCDO dont elle est utilisateur;
- SNP dont elle est adhérent.

Présentement, une personne ayant droit d'accès qui est adhérent d'un SNP tiendrait compte des renseignements concernant les ordres et les transactions provenant de ce SNP ainsi que :

- de la TSX si un accès lui a été accordé au système d'acheminement des ordres d'un participant aux termes de la Politique 2-501 de la TSX;
- de la BC TSX si un accès lui a été accordé au système d'acheminement des ordres d'un participant aux termes des « règles relatives à l'accès direct » de la BC TSX.

Les règles visant les SNP, telles qu'adoptées initialement en 2001, envisageaient l'existence d'un « intégrateur de marché » et, subsidiairement, exigeaient que chaque marché conserve une connexion électronique à chaque autre marché qui négociait les mêmes titres; toutefois, les deux notions ont été retranchées des règles visant les SNP par des modifications qui sont entrées en vigueur en 2004. Ainsi, les marchés ne sont pas tenus de disposer de la faculté d'acheminer des ordres à d'autres marchés dotés de meilleurs cours.

En conséquence, l'obligation de surveiller des renseignements visant des ordres saisis et des transactions exécutées sur les marchés auxquels ont accès un participant ou une personne ayant droit d'accès incombe aux participants ou à la personne ayant droit d'accès. Toutefois, ni les RUIM ni les règles visant les SNP n'exigent d'un participant ou d'une personne ayant droit d'accès qu'ils conservent un accès à la négociation à chaque marché canadien sur lequel se négocie un titre.

Chaque participant et personne ayant droit d'accès devrait également observer que, même si la Règle 10.15 des RUIM prévoit que chaque titre se voit attribuer un symbole unique aux fins de négociation, les titres qui sont présentement intercotés entre CNQ et la BC TSX possèdent des symboles de négociation différents sur chaque marché. Nonobstant la divergence des symboles boursiers, un participant doit avoir mis en place des procédures convenables afin d'assurer que les renseignements concernant les ordres et les transactions provenant de chaque marché auquel il a accès sont prise en ligne de compte aux fins de la conformité aux exigences applicables des RUIM.

Il existe cinq règles aux termes des RUIM à l'égard desquelles l'exigence visant à surveiller les renseignements concernant les ordres et les transactions provenant de multiples marchés revêt la plus grande importance. La règle 3.1 s'applique tant à un participant qu'à une personne ayant droit d'accès tandis que les règles 5.2, 5.3, 7.7 et 8.1 ne s'appliquent qu'à un participant. Au fur et à mesure de la mise sur pied d'autres marchés et de l'évolution des moyens de diffusion des données relatives au marché à l'égard des ordres et des transactions, SRM révisera les règles et une orientation sera donnée relativement au traitement réservé aux titres qui se négocient sur plusieurs multiples.

#### **Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert**

La Règle 3.1 des RUIM prévoit que, sous réserve de certaines exceptions, ni un participant ni une personne ayant droit d'accès ne peut réaliser une vente à découvert inférieure au *dernier cours vendeur*, lequel se définit comme le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un *affichage consolidé du marché*. Tel qu'il a été énoncé dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-018 (10 juin 2005), SRM se propose de remplacer la définition d'un *affichage consolidé du marché* par la notion d'un *affichage applicable du marché*, lequel renferme des renseignements concernant les ordres et les transactions sur les marchés auxquels ont accès un participant ou une personne ayant droit d'accès. Ainsi, un participant ou une personne ayant droit d'accès ne peuvent réaliser une vente à découvert inférieure au *dernier cours vendeur* de ce titre selon le cours qui est publié pour les marchés auxquels un participant ou une personne ayant droit d'accès ont un accès à la négociation. Plus précisément, le cours le plus bas auquel un participant ou une personne ayant

droit d'accès peuvent réaliser une vente à découvert sera le moindre des deux montants suivants :

- le dernier cours vendeur du titre sur le marché sur lequel le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit l'ordre visant la vente à découvert;
- le dernier cours vendeur du titre sur tout autre marché auquel ont accès le participant ou la personne ayant droit d'accès, à la condition que cette transaction se soit produite ultérieurement à la dernière vente sur le marché sur lequel le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit l'ordre visant la vente à découvert.

Si l'ordre visant la vente à découvert était immédiatement exécuté au moment de sa saisie sur un marché moyennant un prix conforme à la règle 3.1 en conséquence du dernier cours vendeur sur un autre marché auquel ont accès le participant ou la personne ayant droit d'accès, l'ordre regroupé pourrait être désigné comme « vente à découvert dispensée » si cette désignation est disponible sur le marché sur lequel est saisi l'ordre (par exemple, la TSX). Si l'ordre est saisi sur un marché qui ne prévoit pas l'inclusion d'une désignation de « vente à découvert dispensée » (par exemple, la BC TSX ou CNQ), la transaction devrait être désignée comme « vente à découvert ».

*Exemple n° 1 :* Le titre canadien ABC se négocie tant sur le marché D que sur le marché E. Le participant X possède un accès à la négociation sur le marché D uniquement. Le participant X exécute une vente à découvert des titres d'ABC sur le marché D, en fonction du dernier cours vendeur sur le marché D, même si le dernier cours vendeur des titres ABC sur le marché E était supérieur au moment de la vente. Le participant X se conforme à la règle relative aux ventes à découvert.

*Exemple n° 2 :* Le titre canadien ABC se négocie tant sur le marché D que sur le marché E. Le participant X possède un accès à la négociation tant sur le marché D que sur le marché E. Le participant X exécute une vente à découvert des titres ABC sur le marché D, en fonction du dernier cours vendeur sur le marché E qui est plus récent que la dernière vente sur le marché D, même si le dernier cours vendeur des titres ABC sur le marché D était supérieur à celui du marché E au moment de la vente à découvert. Le participant X se conforme à la règle sur les ventes à découvert.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-024 publié le 27 juillet 2005 sous le titre « **Orientation - Ventes à découvert exécutées dans le cadre des obligations du teneur de marché** ».

#### Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur la dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») si la vente est effectuée par une personne en vertu des obligations du teneur de marché qui lui incombent.

#### Définition d'obligations du teneur de marché

Les RUIM définissent les *obligations du teneur de marché* comme les obligations qu'imposent les règles d'une bourse (« bourse ») ou d'un système de cotation et de déclaration d'opérations (« SCDO ») à un membre ou à un utilisateur (un « teneur de marché ») pour assurer :

- l'existence continue ou raisonnablement continue d'un marché bilatéral pour un titre donné;
- l'exécution des ordres visant l'achat ou la vente d'un nombre d'unités d'un titre donné qui est inférieur au nombre fixé par le marché (une « quantité minimale garantie »).

Présentement, les négociateurs inscrits et les spécialistes assujettis au système de tenue de marché de la Bourse de Toronto et les teneurs de marché assujettis au système de tenue de marché de Canadian Quotation and Trade Reporting System sont présumés avoir des obligations de teneur de marché. Puisque que les négociateurs de lots irréguliers à la Bourse de croissance TSX ne sont pas tenus d'assurer un marché bilatéral continu ou raisonnablement continu, leurs activités ne peuvent être qualifiées d'obligations de teneur de marché.

#### Dispense de la restriction quant au cours dans le cadre de ventes à découvert

En vertu de la règle 3.1 des RUIM, une vente à découvert ne peut être réalisée à un prix inférieur au dernier cours vendeur du titre en question. Si une vente est exécutée conformément aux obligations du teneur de marché, la vente est dispensée de cette restriction quant au cours et devrait être désignée comme transaction sous forme de « vente à découvert dispensée ». Si un marché ne dispose pas d'une telle désignation, la transaction devrait être désignée de la même manière qu'une vente à même une position « en compte ».

Compte tenu des exigences aux termes des obligations du teneur de marché d'assurer un marché bilatéral et de fournir l'exécution automatique d'ordres inférieurs à la quantité minimale garantie, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières est d'avis qu'un teneur de marché peut exécuter une transaction avec un ordre au *meilleur cours acheteur* visant la quantité minimale garantie ou moins en réalisant une vente à découvert dispensée de la restriction générale quant au cours en vertu de la règle 3.1. Un teneur de marché peut exécuter une telle vente à découvert dispensée même s'il a déjà une prise de position à découvert quant à ce titre donné. De plus, les transactions qui sont automatiquement produites par le système de négociation de la bourse ou du SCDO afin de s'acquitter des obligations du teneur de marché peuvent être exécutées à un prix qui est inférieur au dernier cours vendeur de ce titre.

Une transaction exécutée par un teneur de marché autrement que conformément aux obligations du teneur de marché est assujettie aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert et devrait être convenablement désignée comme « vente à découvert ».

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-025 publié le 27 juillet 2005 sous le titre « **Orientation - Regroupement d'ordres provenant de positions en compte et à découvert** ».

#### Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur les obligations qui incombent à un participant ou à une personne ayant droit d'accès en vertu des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») quant à la saisie d'ordres et à l'exécution de transactions faisant intervenir le regroupement d'ordres de vente provenant d'une position à découvert et d'une position en compte.

#### Exigence générale

En règle générale, un ordre de vente provenant d'une position en compte ne peut être regroupé avec un ordre de vente provenant d'une position à découvert et saisi sur un marché comme ordre unique. Ces ordres devraient être saisis distinctement, l'un comme ordre de vente provenant d'une position en compte et l'autre comme ordre de vente provenant d'une position à découvert et porter la désignation qui s'impose selon ce qui est exigé par la Règle 6.2 des RUIM.

#### Exceptions

Un ordre de vente provenant d'une position en compte peut être regroupé avec un ordre de vente provenant d'une position à découvert si l'une des deux conditions suivantes est respectée :

- l'ordre regroupé est saisi sur un marché pour le compte ou les comptes d'un propriétaire véritable unique;
- l'ordre regroupé fait partie d'une application intentionnelle.

Ces exceptions **ne** sont **pas** disponibles dans certains cas et un ordre regroupé mettant en cause des ventes provenant à la fois de positions en compte et à découvert ne doit **pas être saisi** sur un marché dans l'une ou l'autre des instances suivantes :

- avant l'ouverture des négociations sur ce marché puisque l'élément « à découvert » de cet ordre pourrait avoir une incidence négative sur le cours selon lequel a lieu la négociation d'ouverture de ce titre sur ce marché;
- au cours d'une séance de négociation lorsque toutes les transactions visant un titre déterminé sont exécutées moyennant un cours unique.

#### Désignation d'un ordre regroupé

Au moment de la saisie, l'ordre regroupé devrait être désigné comme « vente à découvert dispensée » si cet identificateur est disponible sur le marché sur lequel est saisi l'ordre (par exemple, la Bourse de Toronto). Si l'ordre est saisi sur un marché qui ne prévoit pas l'inclusion d'une désignation de « vente à découvert dispensée » (par exemple, la Bourse de croissance TSX et Canadian Trading and Quotation System Inc.), la transaction ne devrait pas désignée comme « vente à découvert ».

#### Conformité aux restrictions applicables aux ventes à découvert

La composante « vente à découvert » de la transaction sera jugée conforme à l'exigence prévue à la Règle 3.1 comme quoi une vente à découvert ne devrait pas être entreprise à un prix moindre que le dernier cours vendeur. Dans le cadre de l'exécution d'un ordre regroupé, la partie en compte de l'ordre sera présumée avoir fait l'objet d'une négociation en premier. Si l'ordre regroupé ne fait pas l'objet d'une exécution dans le cadre d'une opération unique, le participant ou la personne ayant droit d'accès doit s'assurer que la partie à découvert d'un ordre regroupé n'est pas exécutée à un prix inférieur au dernier cours vendeur.

Une vente provenant d'une position en compte, à un cours qui est inférieur au dernier cours vendeur, peut servir de dernier cours vendeur pour une vente à découvert subséquente réalisée par le même détenteur véritable de ce titre. Toutefois, une personne sera jugée s'être livrée à une activité manipulatrice ou trompeuse contraire à la Règle 2.2 des RUIM si elle achète un titre à un prix aux fins de fixer un dernier cours vendeur en vue de favoriser une vente à découvert moyennant ce cours. Par exemple, le client X, qui désire vendre à découvert un total de 1 000 actions, ne peut acheter 100 actions à un cours inférieur à la dernière vente immédiatement précédente puis exécuter une vente à découvert de 1 100 actions au premier cours acheteur.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-028 publié le 29 juillet 2005 sous le titre « **Orientation - Vente de titres assujettis à des restrictions quant au transfert uniquement aux États-Unis** ».

#### Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation sur les exigences aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant la vente de titres qui sont assujettis à des restrictions quant au transfert uniquement aux États-Unis ou à des résidents des États-Unis et qui sont par ailleurs « librement négociables » sur un marché canadien (un « titre restreint américain »).

#### Contexte

Un client peut demander à un participant de faciliter la vente ou le transfert d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit qui est admissible à titre de titre restreint américain en raison des restrictions quant au transfert imposées par la législation en valeurs mobilières des États-Unis, particulièrement la règle dite Rule 144A prise aux termes de la loi intitulée *Securities Act of 1933*. De telles restrictions n'empêchent pas à une personne qui n'est pas un résident des États-Unis d'acheter des titres sur un marché au Canada.

Toutefois, si les titres qui doivent être vendus ou transférés sont assujettis à des restrictions quant au transfert imposées par la législation en valeurs mobilières du Canada ou par le marché auquel les titres sont inscrits ou cotés, toute opération doit être conforme à ces exigences. Pour obtenir une orientation relative à la vente sur un marché de titres dans des cas semblables, il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-020 – *Ventes de titres restreints* publié le 13 août 2004.

#### **Saisie d'ordres en vue de la vente d'un titre restreint américain**

En règle générale, un ordre visant la vente d'un titre restreint américain peut être saisi sur un marché :

- soit comme partie d'une application intentionnelle à un prix se situant entre le meilleur cours vendeur et le meilleur cours acheteur lorsque le participant sait que l'acheteur n'est pas un résident des États-Unis ou qu'il n'est pas par ailleurs assujetti à la restriction quant au transfert;
- soit comme ordre assorti de conditions particulières (qui est soumis à la condition que l'acheteur ne soit pas un résident des États-Unis).

Les ordres saisis en tant qu'applications intentionnelles à un cours se situant entre le meilleur cours vendeur et le meilleur cours acheteur peuvent être exécutés sur un marché sans se préoccuper d'une ingérence éventuelle de la part d'une partie qui peut ne pas être admissible à acheter les titres.

Si un participant saisit un ordre sur un marché en vue de vendre un titre restreint américain comme ordre assorti de conditions particulières à un prix inférieur au meilleur cours acheteur, le participant doit communiquer avec chaque participant et personne ayant un droit d'accès qui a saisi des ordres affichés dans un affichage consolidé du marché moyennant un meilleur cours que le prix de l'ordre assorti de conditions particulières et il doit se proposer d'exécuter leurs ordres à concurrence du volume de l'ordre assorti de conditions particulières à la condition que le participant ou la personne ayant droit d'accès soit admissible à effectuer l'achat d'un titre restreint américain. Si chaque participant ou personne ayant droit d'accès qui possède un ordre doté d'un meilleur cours est soit non disposé soit incapable d'acquérir le titre restreint américain, l'ordre assorti de conditions particulières peut être exécuté à un cours inférieur avec une partie qui est en mesure d'acquérir le titre restreint américain.

#### **Désignation d'ordres en vue de la vente d'un titre restreint américain**

Un ordre en vue de vendre un titre restreint américain saisi sur un marché est jugé constituer une « vente à découvert » aux fins de la définition prévue à la Règle 1.1 des RUIM à moins que le vendeur n'ait des motifs raisonnables de croire qu'il sera en mesure de remettre le titre dépourvu de restriction à la date de règlement de la transaction. Étant donné que la restriction en vertu de la règle dite Rule 144A cesse de produire ses effets lorsque le titre est acheté sur un marché par une personne qui n'est pas un résident des États-Unis, l'ordre de vente peut être désigné en vertu du point 6.2(1b)(ix) des Règles comme « vente à découvert dispensée », puisqu'il s'agit d'une vente à découvert dispensée de la restriction prévue aux termes de la Règle 3.1 qui exige que la vente soit exécutée à un cours qui n'est pas inférieur au dernier cours vendeur de ce titre.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-006 publié le 17 février 2006 sous le titre « **Orientation - Vente de titres assujettis à certaines lois sur les valeurs mobilières des États-Unis** ».

#### **Résumé**

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché fournit une orientation concernant un transfert de titres vers le Canada à partir des États-Unis en se fondant sur la Règle dite Rule 904 aux termes du règlement intitulé *Regulation S - Rules Governing Offers and Sales Made Outside the United States Without Registration Under the Securities Act of 1933* (« Règlement dit *Regulation S* »).

#### **Contexte**

Un client peut demander à un participant de faciliter la vente au Canada d'un titre qui fait l'objet d'un placement privé aux États-Unis et qui est coté, inscrit en bourse ou négocié sur un marché au Canada. Un tel titre est assujetti aux États-Unis à la compétence de la Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis. Un participant peut transférer un tel titre au Canada lorsqu'il respecte toutes les lois sur les valeurs mobilières pertinentes des États-Unis et du Canada.

Dans le règlement dit *Regulation S*, la SEC a prévu un régime selon lequel certains titres offerts et vendus à l'extérieur des États-Unis ne sont pas tenus d'être inscrits auprès de la SEC. Un participant peut se fier au Règlement dit *Regulation S* lorsqu'il facilite la vente d'un titre sur un marché au Canada à partir des États-Unis. Dans le cadre de la réalisation d'une telle vente, le participant doit s'assurer de respecter le Règlement dit *Regulation S* ainsi que toutes les autres lois sur les valeurs mobilières pertinentes des États-Unis.

#### **Vente au Canada comme « opération extracôtière » aux termes de la Règle dite Rule 904 prise aux termes du Règlement dit *Regulation S***

L'une des conditions générales prévues par la Règle dite Rule 904 prise aux termes du Règlement dit *Regulation S* veut qu'une offre, une vente ou une revente des titres s'effectue dans le cadre d'une « opération extracôtière » (au sens de *offshore transaction*). Une « opération extracôtière », entre autres, peut être :

- une opération dans le cadre de laquelle aucune offre n'est faite à une personne aux États-Unis et où l'opération est exécutée par l'entremise des installations d'un « marché de valeurs extracôtier désigné » (au sens de *designated offshore securities market*) sur lequel ni le vendeur ni une personne qui agit pour son compte n'a connaissance du fait que l'opération a été établie au préalable avec un acheteur aux États-Unis;
- une opération dans le cadre de laquelle aucune offre n'est faite à une personne aux États-Unis et où l'acheteur se

trouve obligatoirement à l'extérieur des États-Unis sinon le vendeur et toute personne qui agit pour son compte doit raisonnablement croire que l'acheteur se trouve à l'extérieur des États-Unis.

Au 17 février 2006, la Bourse de Toronto (la « TSX ») et la Bourse de croissance TSX (« BC-TSX ») constituaient les marchés au Canada qui étaient admissibles en qualité de « marché de valeurs extracôtier désigné » aux fins du Règlement dit *Regulation S*. Un participant peut respecter les exigences relatives à une « opération extracôtier » en facilitant la vente au Canada d'un titre par l'entremise des installations de la TSX ou de la BC-TSX si l'une des deux conditions suivantes est respectée :

- acheteur aux États-Unis »; ni le participant ni le client vendeur « n'a connaissance du fait que l'opération a été établie au préalable avec un
- le participant suit la démarche énoncée dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-028 – *Vente de titres assujettis à des restrictions quant au transfert uniquement aux États-Unis*.

Toutefois, si la vente est parachevée par l'entremise des installations d'un marché au Canada qui **n'est pas admissible en qualité de « marché de valeurs extracôtier désigné »**, l'OCRCVM est d'avis que le participant **doit** se conformer à la procédure énoncée dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-028 et s'assurer que l'ordre est saisi sur le marché :

- dans le cadre d'une application intentionnelle moyennant un cours se situant entre le meilleur cours vendeur et le meilleur cours acheteur lorsque le participant sait que l'acheteur se trouve à l'extérieur des États-Unis et respecte toutes les autres restrictions quant à la propriété;
- en qualité d'ordre assorti de conditions particulières qui prévoit, comme condition, que l'acheteur se trouve à l'extérieur des États-Unis et respecte toutes les autres restrictions quant à la propriété.

Si le participant saisit l'ordre sur le marché canadien comme ordre assorti de conditions particulières moyennant un cours inférieur au meilleur cours acheteur, le participant doit communiquer avec chaque participant et personne ayant droit d'accès qui a saisi des ordres publiés dans un affichage consolidé du marché moyennant un meilleur cours que celui de l'ordre assorti de conditions particulières et offrir de combler leurs ordres à concurrence du volume de l'ordre assorti de conditions particulières, pourvu que le participant ou la personne ayant droit d'accès soit un acheteur se trouvant à l'extérieur des États-Unis et respecte toutes les autres restrictions quant à la propriété. Si chaque participant ou personne ayant droit d'accès ayant un ordre doté d'un meilleur cours n'est soit pas disposé soit pas en mesure de faire l'acquisition du titre, l'ordre assorti de conditions particulières peut être exécuté moyennant un cours inférieur avec une partie qui est en mesure de faire l'acquisition du titre.

Il incombe au participant de s'assurer de la conformité à tous les aspects pertinents du Règlement dit *Regulation S*, notamment, l'exigence quant à l'opération extracôtier. En particulier, un participant doit s'assurer que la vente au Canada s'effectue de bonne foi et qu'elle ne serve pas, par exemple, à « effacer » une légende imposant des restrictions à la revente à des « titres restreints » (au sens de *restricted securities*) aux termes de la Règle dite Rule 144A prise aux termes de la loi intitulée *Securities Act of 1933* (États-Unis) en vue de faciliter la revente immédiate des titres aux États-Unis. **Si un participant n'est pas certain des obligations qui lui incombent aux termes des lois sur les valeurs mobilières des États-Unis, y compris les ventes aux termes de règles prises aux termes du Règlement dit *Regulation S*, à l'exception de la Règle dite Rule 904, l'OCRCVM recommande que le participant consulte des conseillers juridiques aux États-Unis.**

#### Désignation des ordres sur un marché canadien

Tel qu'il est précisé dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-028, s'il est demandé à un participant de faciliter la vente au Canada d'un titre qui est assujéti à des restrictions quant à la revente aux États-Unis, par exemple, du fait d'avoir été acquis aux termes de la Règle dite Rule 144A ou du Règlement dit *Regulation D* pris aux termes de la loi intitulée *Securities Act of 1933*, un ordre de vente de ce titre saisi sur un marché canadien sera généralement considéré une « vente à découvert » aux fins de la définition prévue à la Règle 1.1 des RUIM. Toutefois, puisque la restriction « disparaîtra » au moment de l'exécution d'une transaction au Canada qui respecte les exigences de la législation en valeurs mobilières des États-Unis, l'ordre de vente peut être désigné comme « vente à découvert dispensée » conformément au point 6.2(1)b)(ix) des RUIM sur les marchés et dans les installations qui autorisent cette désignation (sinon l'ordre de vente doit être désigné « à découvert » si la désignation « vente à découvert dispensée » n'est pas prévue), et ce, si le participant réalise la transaction en vue d'une « livraison habituelle » et le participant serait tenu d'emprunter des titres librement négociables en vue de parachever le règlement tout en prenant des dispositions en vue de la suppression de toute légende restrictive. Si la transaction est réalisée comme ordre assorti de conditions particulières et d'une « livraison retardée » en vue d'accorder un délai avant le règlement en vue de la suppression de toute légende restrictive, la vente sera jugée avoir été effectuée à partir d'une position « en compte » et ne sera pas désignée comme « à découvert ».

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-010 publié le 7 avril 2006 sous le titre « **Orientation – Désignations et restrictions applicables aux ventes à découvert** ».

#### Résumé

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne une orientation concernant la réalisation de ventes à découvert et l'obligation de désigner de tels ordres, au moment de leur saisie sur un marché canadien, comme « ventes à découvert » ou « ventes à découvert dispensées » aux fins des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM »).

#### Questions et réponses

La liste qui suit fait état des questions fréquemment posées concernant la réalisation de « ventes à découvert » (y compris la désignation de l'ordre qui s'impose et l'application de restrictions quant au cours dans certaines circonstances déterminées) ainsi

que de la réponse de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») à chacune de ces questions :

**1. Un ordre de vente doit-il être désigné comme « à découvert » si le titre se négocie sur un marché dans le cadre « d'une opération sur titres vendus avant l'émission » ?**

Si une personne a conclu un contrat en vue d'acquérir un titre qui se négocie en fonction « d'une opération sur titres vendus avant l'émission » hors bourse ou sur un marché ou si elle devenait le porteur d'un tel titre à la suite d'un arrangement, d'une fusion ou d'une offre publique d'achat, cette personne peut vendre de tels titres en fonction « d'opérations sur titres vendus avant l'émission » sur un marché boursier qui prévoit un marché « d'opérations sur titres vendus avant l'émission » et l'ordre de vente sera jugé provenir d'une position en compte et ne devrait pas être désigné comme « à découvert ».

Toutefois, si le marché boursier possède un marché « régulier » relativement à des unités de ce titre qui sont émises et en circulation, tout ordre de vente saisi sur le marché « régulier » par cette personne en vue de la vente de son titre dans le cadre d'une « opération sur titres vendus avant l'émission » sera jugé constituer une « vente à découvert » et devra être désigné comme tel conformément à la Règle 6.2 des RUIIM.

Si une personne n'a pas le droit de recevoir un titre au moment de son émission, toute vente du titre soit sur le marché d'« opérations sur titres vendus avant l'émission » soit sur le marché « régulier » sera réputée une « vente à découvert ».

Pour une discussion plus approfondie des questions se rapportant aux titres qui se négocient dans le cadre « d'opérations sur titres vendus avant l'émission », il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-002 – *Orientation – Opérations sur titres vendus avant l'émission* (30 janvier 2006).

**2. Quelles restrictions quant au cours s'appliquent à la vente à découvert d'un titre qui ne s'est pas négocié antérieurement sur un marché canadien ?**

Aux termes de la Règle 3.1 des RUIIM, une vente à découvert ne peut avoir lieu moyennant un prix qui est inférieur au « dernier cours vendeur ». L'expression *dernier cours vendeur* est définie à la Règle 1.1 des RUIIM comme « le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché ou d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume ». L'affichage consolidé du marché comprend des détails des ordres et des transactions sur une bourse, un SCDO ou un SNP exploité au Canada. Les renseignements sur les transactions qui ont été réalisées à l'extérieur du Canada n'établissent pas le dernier cours vendeur à l'égard d'un titre.

Conformément à l'alinéa 1.2(4) des RUIIM, si un titre n'a pas été antérieurement négocié sur un marché canadien, le *dernier cours vendeur* est réputé être le cours auquel le titre a été émis ou placé dans le public.

**3. Quelles restrictions s'appliquent à la saisie d'une vente à découvert sur un marché avant l'ouverture du marché et aux fins de négociations ?**

Conformément à l'article 1 de la Politique 3.1 prise aux termes des RUIIM, une vente à découvert ne peut être saisie sur un marché avant l'ouverture de celui-ci à l'égard de la négociation d'un ordre au mieux. Dans un tel cas, la vente à découvert doit être saisie sous forme d'ordre à cours limité, assorti d'un cours égal ou supérieur au dernier cours vendeur du titre indiqué sur un affichage consolidé du marché (ou égal ou supérieur au cours de clôture de la veille, déduction faite des dividendes ou des distributions si le titre se négocie ex-dividende ou ex-distribution à l'ouverture).

**4. Un ordre visant la vente d'un titre assujéti à des restrictions à la revente aux États-Unis doit-il être désigné comme « à découvert » lorsque l'ordre est saisi sur un marché canadien ?**

S'il est demandé à un participant de faciliter la vente au Canada d'un titre qui est assujéti à des restrictions quant à la revente aux États-Unis, par exemple, du fait d'avoir été acquis aux termes de la Règle dite Rule 144A ou du Règlement dit Regulation D pris aux termes de la loi intitulée *Securities Act of 1933*, un ordre de vente de ce titre saisi sur le marché canadien sera généralement considéré une « vente à découvert » aux fins de la définition prévue à la Règle 1.1 des RUIIM. Toutefois, puisque la restriction « disparaîtra » au moment de l'exécution d'une transaction au Canada qui respecte les exigences de la législation en valeurs mobilières des États-Unis, l'ordre de vente peut être désigné comme « vente à découvert dispensée » conformément à la Règle 6.2 des RUIIM sur les marchés et dans les installations qui autorisent cette désignation (sinon l'ordre de vente doit être désigné « à découvert » si la désignation « vente à découvert dispensée » n'est pas disponible), et ce, si le participant réalise la transaction en vue d'une « livraison habituelle » et le participant serait tenu d'emprunter des titres librement négociables en vue de parachever le règlement tout en prenant des dispositions en vue de la suppression de toute légende restrictive. Si la transaction est réalisée comme ordre assorti de conditions particulières et d'une « livraison retardée » en vue d'accorder un délai avant le règlement en vue de la suppression de toute légende restrictive, la vente sera jugée avoir été effectuée à partir d'une position « en compte » et ne sera pas désignée comme « à découvert ».

Pour une discussion plus en profondeur des questions se rapportant aux ventes de titres assujétis à une restriction à la revente aux États-Unis, il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-006 – *Orientation - Vente de titres assujétis à certaines lois sur les valeurs mobilières des États-Unis* (17 février 2006).

**5. Un ordre visant la vente d'un titre qui est assujéti à une restriction à la revente aux termes de la législation en**

**valeurs mobilières canadienne (par exemple une période de détention de quatre mois dans le cadre d'un « placement privé ») devrait-il être désigné comme « à découvert »?**

Aux fins de la définition, prévue aux RUIIM, d'une *vente à découvert*, une personne est considérée ne pas être propriétaire d'un titre déterminé si celui-ci est assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières applicables ou par une exigence d'un marché canadien à titre de condition de l'inscription ou de la cotation du titre.

Le détenteur d'un titre qui fait l'objet d'une restriction à la vente qui saisit un ordre sur un marché en vue de la vente de ce titre avant l'expiration des restrictions à la vente doit désigner l'ordre de vente comme « vente à découvert ». Cette obligation de désigner l'ordre comme « à découvert » s'applique même si les restrictions à la vente viendront à échéance avant la date de règlement de la transaction.

Pour une discussion plus approfondie de la négociation de titres restreints, il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-020 – *Ventes de titres restreints* (13 août 2004).

**6. Une personne est titulaire d'une option et a l'intention d'acquitter le prix de levée de l'option à même le produit de la vente des titres qui seront émis à la levée de l'option. L'ordre de vente doit-il être désigné comme « à découvert »?**

La définition d'une *vente à découvert* à la Règle 1.1 des RUIIM énonce qu'un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre s'il « est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et a levé l'option ». Puisque le titulaire de l'option n'a pas réalisé toutes les étapes nécessaires afin de lever l'option (y compris le paiement du prix de levée) au moment de la vente projetée, tout ordre de vente visant les titres sous-jacents doit être désigné comme « vente à découvert » et sera assujéti aux restrictions applicables au cours aux termes de la Règle 3.1 des RUIIM.

**7. Un ordre doit-il être désigné « à découvert » lorsqu'il s'agit d'un ordre regroupé visant une position « en compte » et une position « à découvert »?**

En règle générale, les ordres de vente provenant à la fois d'une position en compte et d'une position à découvert ne peuvent être regroupés. Toutefois, un ordre de vente provenant d'une position en compte peut être regroupé avec un ordre de vente provenant d'une position à découvert si l'une des deux conditions suivantes est respectée :

- l'ordre regroupé est saisi sur un marché pour le compte ou les comptes d'un propriétaire véritable unique;
- l'ordre regroupé fait partie d'une application intentionnelle.

Ces exceptions **ne** sont **pas** disponibles dans certains cas et un ordre regroupé mettant en cause des ventes provenant à la fois de positions en compte et à découvert ne doit **pas être saisi** sur un marché dans l'une ou l'autre des instances suivantes :

- avant l'ouverture des négociations sur ce marché puisque l'élément « à découvert » de cet ordre pourrait avoir une incidence négative sur le cours selon lequel a lieu la négociation d'ouverture de ce titre sur ce marché;
- au cours d'une séance de négociation lorsque toutes les transactions visant un titre déterminé sont exécutées moyennant un cours unique.

Au moment de la saisie, un ordre regroupant un ordre « en compte » et un ordre « à découvert » devrait être désigné comme « vente à découvert dispensée » si cet identificateur est disponible sur le marché sur lequel est saisi l'ordre. Si l'ordre est saisi sur un marché qui ne prévoit pas l'inclusion d'une désignation de « vente à découvert dispensée », l'ordre de vente ne devrait pas être désigné comme « vente à découvert ». Dans le cadre de l'exécution d'un ordre regroupé, la partie en compte de l'ordre sera présumée avoir fait l'objet d'une négociation en premier. La composante « vente à découvert » de l'ordre sera réputée conforme à l'exigence quant au cours prévue à la Règle 3.1 des RUIIM. Si l'ordre regroupé ne fait pas l'objet d'une exécution intégrale dans le cadre d'une opération unique, le participant ou la personne ayant droit d'accès doit s'assurer que la partie à découvert de l'ordre respecte en réalité l'exigence quant à la restriction applicable au cours aux termes de la Règle 3.1.

Il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-025 – *Regroupement d'ordres provenant de positions en compte et à découvert* (27 juillet 2005).

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 publié le 1<sup>er</sup> septembre 2006 sous le titre « **Orientation - Négociation de titres sur plusieurs marchés** ». Des dispositions supplémentaires figurent aux Règles 5.1, 5.2, 5.3, 7.7 et 8.1.

**Contexte**

La Norme canadienne 21-101 (la « Norme sur le fonctionnement du marché ») et la Norme canadienne 23-101 (les « règles de négociation ») (collectivement, les « règles visant les SNP ») envisagent la possibilité que les mêmes titres se négocient sur plusieurs marchés. L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») est reconnu comme organisme d'autoréglementation par la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO ») et l'Autorité des marchés financiers du Québec (les « autorités de reconnaissance ») et il est autorisé à

agir en qualité de fournisseur de services de réglementation aux fins des règles visant les SNP. L'OCRCVM a adopté, et les autorités de reconnaissance ont approuvé, les RUIIM comme règles d'intégrité en matière de négociation qui s'appliqueraient à tout marché qui retient les services de l'OCRCVM en qualité de fournisseur de services de réglementation.

Présentement, les services de l'OCRCVM ont été retenus en qualité de fournisseur de services de réglementation pour la Bourse de Toronto (la « TSX »), la Bourse de croissance TSX (la « BC TSX ») et Canadian Trading and Quotation System (« CNQ »), en tant que bourses, et par Bloomberg Tradebook Canada Company (« Bloomberg »), Liquidnet Canada Inc. (« Liquidnet »), Perimeter Markets Inc. (« BlockBook ») et Shorcan ATS Limited (« Shorcan »), chacune en tant que SNP.

CNQ a reçu l'approbation de la CVMO afin de modifier son ordonnance de reconnaissance en vue d'offrir des opérations sur titres inscrits à la cote d'une autre bourse par l'entremise d'une fonctionnalité désignée « Pure Trading » et l'OCRCVM agira en qualité de fournisseur de services de réglementation pour les négociations par l'entremise de cette fonctionnalité. Il est prévu que Pure Trading débute sa première phase d'activités le 12 octobre 2006 en lançant une installation de saisie en double d'applications. Le deuxième stade, lequel sera constitué d'un marché aux enchères complet et en continu, sera lancé de quatre à six semaines plus tard. Liquidnet a avisé les autorités en valeurs mobilières compétentes qu'elle s'attend à modifier ses activités d'ici la fin 2006 en vue de permettre l'appariement d'ordres à l'égard de titres cotés canadiens plutôt que d'agir uniquement en tant que mécanisme d'acheminement des ordres. TriAct Canada Marketplace LP (« MATCH Now ») a avisé la CVMO de son intention de se lancer en activité en tant que SNP qui négocierait des titres cotés canadiens. L'OCRCVM a reçu une demande en vue d'agir en qualité de fournisseur de services de réglementation pour MATCH Now, qui prévoit débiter ses activités d'ici la fin 2006.

#### **Harmonisation des RUIIM aux exigences des Autorités canadiennes en valeurs mobilières**

Le 14 juillet 2006, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont publié un avis de projet de modification de la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* et Projet de modification de l'instruction complémentaire 21-101 et de la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* et Projet de modification de l'instruction complémentaire 23-101 (l'« avis des ACVM »). Dans l'avis des ACVM, les ACVM précisent leurs exigences concernant les renseignements à l'égard des ordres et des transactions dont chaque participant doit tenir compte lorsqu'il s'acquitte des obligations qui lui incombent quant à la meilleure exécution. En particulier, les ACVM ont confirmé leur point de vue « que la diffusion de l'information avant et après les opérations est essentielle à la meilleure exécution et à l'intégrité des marchés, spécialement dans un contexte où un titre particulier peut se négocier sur plusieurs marchés ». Même si les ACVM assurent un examen continu des questions générales relativement aux obligations quant aux « transactions hors cours » et de « meilleure exécution », elles se sont proposées de préciser leurs exigences en modifiant l'instruction complémentaire 23-101 afin d'ajouter la rubrique suivante :

Nous nous attendons [les ACVM] à ce que, pour satisfaire à son obligation d'exécution au meilleur prix, le courtier prenne en considération l'information relative aux ordres exécutés sur tous les marchés sur lesquels le titre concerné se négocie, et non seulement les marchés auxquels il participe, et à ce qu'il prenne les dispositions nécessaires pour obtenir cette information. Il peut s'agir notamment de conclure une entente avec un autre courtier participant à un marché particulier ou d'acheminer un ordre vers un marché donné.

Dans l'avis des ACVM, ces dernières ont indiqué que des modifications supplémentaires aux règles sur les SNP pourraient être proposées dès la finalisation de l'étude découlant du Document de discussion 23-403 – *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours* publié par les ACVM le 22 juillet 2005. Les dispositions des RUIIM et leur interprétation et application seraient modifiées afin de se conformer aux positions adoptées par les ACVM. Dès la publication des modifications proposées aux règles sur les SNP concernant l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, l'OCRCVM publiera des Avis relatifs à l'intégrité du marché supplémentaires afin de solliciter les commentaires sur les modifications proposées aux RUIIM et de fournir une orientation supplémentaire sur les pratiques de négociation qui pourraient s'avérer nécessaire en conséquence directe de la position définitive adoptée par les ACVM concernant l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Jusqu'à ce qu'une agence de traitement de l'information soit mise sur pied en vue de fournir des renseignements avant et après les transactions, lesquels renseignements sont consolidés pour l'ensemble des marchés, la « solution imposée par le marché » qui existe présentement au regroupement de données et qui se fie à des fournisseurs d'information pourrait être assujettie à certaines restrictions sur la faculté d'intégrer des données de certains marchés en fonction des caractéristiques élémentaires d'exploitation de ces marchés. Dans de telles circonstances, l'OCRCVM reconnaît que des contraintes sur la disponibilité de renseignements sur les transactions peuvent avoir une incidence sur la faculté d'un participant ou d'une personne ayant droit d'accès de se conformer pleinement aux exigences des RUIIM.

Les RUIIM contiennent un certain nombre de règles qui exigent que la négociation soit réalisée moyennant le *meilleur cours vendeur*, ou moyennant un cours qui est supérieur ou égal au *meilleur cours acheteur* ou au *meilleur cours vendeur*. Chacun de ces cours est établi par renvoi aux renseignements sur les ordres ou les transactions contenus dans un *affichage consolidé du marché*, qui renferme les renseignements sur les ordres et les transactions provenant de chaque marché auquel le participant ou la personne ayant droit d'accès a accès aux fins de négociation. Plus précisément, un participant est obligé de tenir compte des renseignements sur les ordres et les transactions provenant de chacune des entités suivantes :

- la bourse dont il est membre;
- le SCDO dont il est utilisateur;
- le SNP dont il est adhérent;
- un marché déterminé si le participant a conclu une entente contractuelle comme « courtier remisier » avec un autre courtier agissant en qualité de « courtier chargé de compte » et que cet autre courtier était un adhérent, utilisateur ou

membre de ce marché.

Dans le cadre de la publication de l'avis des ACVM, ces dernières ont précisé leur exigence comme quoi chaque participant devrait tenir compte des renseignements sur les ordres ou les transactions provenant de chaque marché qui négocie le titre déterminé et qui ont été fournis par le marché à un fournisseur d'information. **Afin de garantir que les dispositions et l'application des RUIIM soient conformes aux exigences des ACVM, l'OCRCVM :**

- **publie le présent Avis relatif à l'intégrité du marché qui abroge et remplace l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-023 – Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés (29 juillet 2005) et l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-015 – Orientation – Respect des obligations d'accorder le « meilleur cours » (12 mai 2005);**
- **proposera la modification de l'article 1 de la Politique 5.2 en vue de retirer comme qualifications de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » les facteurs se rapportant à l'accès à des renseignements, l'accès à des marchés et la prise en ligne de compte de marchés étrangers.**

#### **Résumé des caractéristiques élémentaires d'exploitation des marchés actuels**

L'annexe « A » comprend un résumé des caractéristiques élémentaires en date du 22 août 2006, de chacun des marchés à l'égard desquels l'OCRCVM agit en qualité de fournisseur de services de réglementation. Des renseignements sont également fournis à l'égard de ce qui suit :

- la fonctionnalité Pure Trading de CNQ telle qu'approuvée par la CVMO;
- les modifications proposées aux activités de Liquidnet qui demeure assujetties à l'approbation des autorités en valeurs mobilières compétentes;
- les activités proposées de MATCH Now qui demeurent assujetties à l'approbation de la CVMO.

Le résumé des caractéristiques comprend ce qui suit :

- un exposé du modèle d'exploitation du marché;
- le type de titres négociés;
- les exigences quant à l'accès;
- les dispositions visant la transparence avant les opérations;
- les dispositions relatives à la transparence après les opérations;
- les heures d'exploitation.

Le résumé est également fourni dans le contexte d'aider les participants et les personnes ayant droit d'accès à établir les obligations qui leur incombent conformément aux exigences des ACVM telles qu'énoncées dans l'avis des ACVM lorsqu'ils négocient un titre qui est admissible à être négocié sur plusieurs marchés. Ce sommaire ne saurait être interprété comme comprenant l'ensemble des installations, des fonctionnalités et des caractéristiques offertes, ou qui doivent être offertes, par un marché déterminé. Il y a lieu également de se reporter aux règles et politiques du marché ou à la documentation fournie par chaque marché pour un exposé davantage détaillé de ses activités. Les renseignements concernant les modifications proposées par Liquidnet quant à son exploitation et concernant les activités proposées de MATCH Now sont fondés sur les intentions qu'elles ont fait connaître jusqu'à présent et pourraient être modifiés avant leur mise en oeuvre.

#### **Transparence quant aux ordres**

Ni BlockBook, ni Bloomberg ou encore Liquidnet ne fournit de transparence avant les opérations, selon ce qui est envisagé par la partie 7 de la Norme sur le fonctionnement du marché, à l'égard des ordres saisis sur leurs marchés. Au moment où elle débutera ses activités, MATCH Now ne fournira aucune transparence avant les opérations à l'égard d'ordres<sup>1</sup>. Même si Shorcan fournit une transparence avant les opérations au moyen d'une page Internet disponible au moyen d'un lien vers Reuters, les données diffusées de cette manière pourraient ne pas être facilement intégrées dans des données fournies par d'autres fournisseurs d'information. CNQ, la TSX et la BC TSX fournissent chacune une transparence avant les opérations à l'égard de tous les ordres, les données étant diffusées par un certain nombre de fournisseurs d'information. Au moment de débiter ses activités, Pure Trading a l'intention de fournir une transparence avant les opérations à l'égard de tous les ordres, les données étant diffusées par un certain nombre de fournisseurs d'information.

BlockBook a recours à un mécanisme exclusif d'avertissement d'indiquer à tous les adhérents la présence de liquidité et l'établissement des cours à cet égard, et ce, en fonction de certains paramètres. Pour ce qui est de Liquidnet, les adhérents sont avisés si un autre adhérent possède une « indication de liquidité » correspondante, après quoi une négociation directe des ordres entre les parties peut avoir lieu. Il y a lieu de se reporter à l'Annexe A pour un exposé de ces caractéristiques.

#### **Transparence quant aux transactions**

Conformément aux exigences de la Norme sur le fonctionnement du marché, chaque marché doit fournir des détails à l'égard de chaque transaction à un fournisseur d'information de manière opportune. Bloomberg et Liquidnet ne fournissent pas de transparence après les opérations puisque chaque marché exploite présentement ses activités comme un mécanisme d'acheminement des ordres, les ordres saisis sur leur système étant exécutés sur d'autres marchés ou sur des marchés

<sup>1</sup> MATCH Now fournira des renseignements globaux sur la liquidité en temps réel (symbole boursier et sens du marché) au système d'acheminement des ordres utilisé par les adhérents. Ces renseignements ne seront pas transparents pour les adhérents. Toutefois, ces renseignements donneront aux systèmes d'acheminement une indication des titres à l'égard desquels il existe une vraisemblance raisonnable de négociation d'un ordre acheminé vers MATCH Now.

organisés réglementés. Même si BlockBook et Shorcan fournissent une transparence après les opérations au moyen d'une page Internet disponible par l'entremise de Reuters, les données diffusées de cette manière pourraient ne pas être facilement intégrées aux données fournies par d'autres fournisseurs d'information. En outre, BlockBook diffuse présentement des renseignements quant aux transactions par l'entremise de TSXDatalinx, même si aucun fournisseur de données n'offre présentement ces données sauf par l'entremise de la page Internet disponible par le biais de Reuters. Lorsque Liquidnet débutera la négociation au Canada de titres cotés à la TSX en fonds canadiens, une transparence après les opérations à l'égard de ces titres sera fournie au moyen d'une page Internet disponible par l'entremise de Reuters (d'une manière semblable à ce qu'offrent BlockBook et Shorcan). CNQ, la TSX et la BC TSX fournissent chacune une transparence intégrale après les opérations à l'égard de l'ensemble des transactions exécutées sur leur marché, les données étant diffusées par un certain nombre de fournisseurs d'information. Dès le lancement de leurs activités, tant Pure Trading que MATCH Now ont l'intention de fournir une transparence intégrale après les opérations à l'égard de l'ensemble des transactions exécutées sur leur marché, les données étant diffusées par un certain nombre de fournisseurs d'information.

#### **Accès limité à un marché**

BlockBook restreint l'accès à son marché à des courtiers inscrits et à des investisseurs institutionnels agréés qui sont devenus adhérents. Pour ce qui est de chacune des bourses, soit la TSX, la BC TSX et CNQ (y compris la fonctionnalité « Pure Trading »), l'accès au marché est limité aux courtiers qui sont devenus « membres » de la bourse. Shorcan limite l'accès à son marché à des courtiers qui sont devenus des adhérents et qui saisissent des ordres propres (et non en qualité de mandataire de clients). MATCH Now limitera l'accès à son marché à des courtiers inscrits qui deviennent adhérents. Bloomberg et Liquidnet restreignent leurs adhérents à des « investisseurs institutionnels » (à l'exception des courtiers). En conséquence des différences quant aux critères d'accès, si un participant agit pour le compte d'un client, le participant ne serait pas en mesure d'avoir accès aux ordres sur Bloomberg, Liquidnet ou Shorcan et, s'il agit en qualité de contrepartiste, le participant ne serait pas en mesure d'accéder aux ordres sur Bloomberg ou Liquidnet. Un participant qui n'est pas un adhérent de Shorcan ne peut procéder à une transaction jitney à l'égard d'un ordre par l'entremise d'un courtier qui est un adhérent de Shorcan.

#### **Marchés manuels ou pleinement automatisés**

À l'exception de Shorcan, tous les autres marchés approuvés jusqu'à présent prévoient une saisie électronique des ordres pleinement automatisée par les personnes y ayant accès. Bloomberg et Liquidnet exploitent présentement leurs activités chacune en tant que mécanismes d'acheminement des ordres et n'exécutent pas, ni n'apparient, d'ordres, sur leurs marchés. Lorsque Liquidnet commencera la négociation au Canada de titres cotés à la TSX en fonds canadiens, la saisie d'ordres sera pleinement automatisée et les opérations sur titres se feront en fonction de négociations anonymes et directes menées électroniquement entre adhérents. Blockbook, CNQ, PureTrading, MATCH Now, la TSX et la BC TSX fournissent ou fourniront chacune un appariement des ordres et une exécution des transactions pleinement automatisés (et, en tant que tel, un ordre saisi sur leur système de négociation est immédiatement et électroniquement exécutable, que l'ordre ait ou non été visible sur un affichage consolidé du marché). En revanche, Shorcan est un marché « manuel » sur lequel tous les ordres sont saisis matériellement sur le marché par des employés de Shorcan et toutes les « manifestations d'intérêt » fournies par des adhérents à un employé de Shorcan peuvent être confirmées par un employé de Shorcan avant la saisie sur le système de négociation de Shorcan en tant qu'ordre.

#### **Exigences aux termes des RUIIM**

Il existe six règles aux termes des RUIIM à l'égard desquelles l'exigence visant à surveiller les renseignements concernant les ordres et les transactions provenant de plusieurs marchés revêt la plus grande importance. La règle 3.1 s'applique tant à un participant qu'à une personne ayant droit d'accès tandis que les règles 5.1, 5.2, 5.3, 7.7 et 8.1 s'appliquent uniquement à un participant. Au fur et à mesure de la mise sur pied d'autres marchés et de l'évolution des moyens de diffusion des données relatives au marché à l'égard des ordres et des transactions (y compris la création éventuelle d'une agence de traitement de l'information en conséquence de l'avis des ACVM), l'OCRCVM révisera les règles et l'orientation prévues relativement au traitement réservé aux titres qui se négocient sur plusieurs marchés. ***L'orientation donnée dans le présent Avis relatif à l'intégrité du marché peut être modifiée ultérieurement en fonction des modifications apportées aux règles sur les SNP suivant la finalisation de l'examen entrepris dans le cadre du Document de discussion 23-403 – Évolution de la structure du marché et de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.***

Tel qu'il est indiqué à la rubrique « Résumé des caractéristiques élémentaires des marchés actuels », tous les marchés ne fournissent pas de transparence à l'égard des ordres saisis sur ces marchés et les dispositions visant la transparence après les opérations divergent d'un marché à l'autre. En outre, tous les marchés ne peuvent faire l'objet d'un accès par soit les participants soit les personnes ayant droit d'accès et tous les marchés ne fournissent pas un appariement des ordres et une exécution des transactions pleinement automatisés. Ces différences quant à la diffusion des données, à l'accès aux marchés et à la structure des marchés ont une incidence sur les démarches qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès doit prendre afin de se conformer aux RUIIM.

#### **Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert**

La Règle 3.1 des RUIIM prévoit que, sous réserve de certaines exceptions, ni un participant ni une personne ayant droit d'accès ne peut réaliser une vente à découvert inférieure au *dernier cours vendeur*, lequel se définit comme le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiquée dans un *affichage consolidé du marché*, à l'exclusion d'un ordre de base, d'un ordre au cours du marché ou d'un à prix moyen pondéré en fonction du volume.

En l'absence d'une agence de traitement de l'information, les renseignements sur les transactions diffusées par certains marchés

ne sont pas facilement intégrés aux données fournies par d'autres fournisseurs d'information. L'OCRCVM est d'avis qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès, lorsqu'elle établit le *dernier cours vendeur* d'un titre déterminé, peut se fier aux renseignements sur la transaction provenant du « marché principal » à l'égard de la négociation de ce titre. Dans le cadre de l'établissement du *dernier cours vendeur* aux fins de la règle 3.1 (et du *dernier cours vendeur indépendant* aux fins de la règle 7.7), l'OCRCVM jugerait qu'un marché constitue le « marché principal » à l'égard de la négociation de ce titre si les conditions suivantes sont réunies :

- les données de négociation provenant de ce marché sont diffusées en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- au cours de l'année civile précédente, le marché possédait le volume de négociation le plus important à l'égard de ce titre parmi les marchés qui diffusaient des données sur les transactions en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- le titre continue à être négocié sur ce marché.

Si un titre ne s'est pas négocié sur un marché depuis au moins une année civile, l'OCRCVM jugerait que le « marché principal » constitue :

- dans le cas d'un titre coté ou inscrit, le marché sur lequel le titre a été coté ou inscrit pour la première fois et sur lequel le titre continue à se négocier;
- dans le cas d'un titre autre qu'un titre coté ou un titre inscrit, le marché sur lequel le titre a été négocié pour la première fois et continue de se négocier.

En date du présent Avis relatif à l'intégrité du marché, le « marché principal » à l'égard de tout titre coté est la bourse à laquelle est coté le titre sous réserve des exceptions suivantes :

- XPEL Technologies Corp. dont les titres se négocient à la BC TSX sous le symbole « DAP.U » tandis qu'ils sont également cotés à CNQ sous le symbole « XPEL » et à l'égard desquels le « marché principal » est CNQ;
- les titres d'United Reef Limited qui se négocient à CNQ sous le symbole « URPL » tandis qu'ils sont également cotés à la BC TSX sous le symbole « URP » et à l'égard desquels le « marché principal » est la BC TSX.

De l'avis de l'OCRCVM, le cours le plus bas auquel un participant ou une personne ayant droit d'accès peut réaliser une vente à découvert sera le moindre des deux montants suivants :

- le dernier cours vendeur du titre sur le marché principal;
- le dernier cours vendeur du titre sur le marché sur lequel le participant ou la personne ayant droit d'accès saisit l'ordre visant la vente à découvert, à la condition que cette transaction se soit produite ultérieurement à la dernière vente sur le marché principal.

Si l'ordre visant la vente à découvert était immédiatement exécuté au moment de la saisie sur un marché moyennant un prix conforme à la Règle 3.1 en conséquence du dernier cours vendeur sur le marché principal, l'ordre pourrait être désigné comme « vente à découvert dispensée » si cette désignation est disponible sur le marché sur lequel est saisi l'ordre. Si l'ordre est saisi sur un marché qui ne prévoit pas l'inclusion d'une désignation de « vente à découvert dispensée » (par exemple, la BC TSX ou CNQ), la transaction devrait être désignée comme « vente à découvert ».

De l'avis de l'OCRCVM, MATCH Now agira en tant que « marché au cours » en plus d'être doté de certaines caractéristiques d'un marché continu. En conséquence de cette structure « hybride », toute opération réalisée sur MATCH Now n'établira pas le *dernier cours vendeur*.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-003 publié le 28 février 2007 sous le titre « **Orientation – Établissement du « marché principal » pour 2007** ».

SRM a initialement énoncé ses critères en vue de l'établissement du « marché principal » dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1<sup>er</sup> septembre 2006). Dans le cadre de l'établissement du *dernier cours vendeur* aux fins de la règle 3.1 et du *dernier cours vendeur indépendant* aux fins de la règle 7.7, SRM juge qu'un marché constitue le « marché principal » à l'égard de la négociation de ce titre si les conditions suivantes sont réunies :

- les données de négociation provenant de ce marché sont diffusées en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- au cours de l'année civile précédente, le marché possédait le volume de négociation le plus important à l'égard de ce titre parmi les marchés qui diffusaient des données sur les transactions en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- le titre continue à être négocié sur ce marché.

Relativement aux titres inscrits à la cote d'une bourse au 1<sup>er</sup> janvier 2007, le « marché principal » au cours de 2007 est la bourse à laquelle est coté le titre sous réserve des exceptions suivantes :

- XPEL Technologies Corp. dont les titres se négocient à CNQ sous le symbole « XPEL » tandis qu'ils sont également cotés à la BC TSX sous le symbole « DAP.U » et à l'égard desquels le « marché principal » est la BC TSX;
- les titres d'United Reef Limited qui se négocient à CNQ sous le symbole « URPL » tandis qu'ils sont également cotés à la BC TSX sous le symbole « URP » et à l'égard desquels le « marché principal » est la BC TSX.

Relativement à un titre n'était pas été coté ou ne se négociait pas sur un marché au 1<sup>er</sup> janvier 2007, SRM jugerait que le « marché principal » au cours de 2007 constituerait :

- dans le cas d'un titre coté ou inscrit, le marché sur lequel le titre a été coté ou inscrit pour la première fois et sur lequel le titre continue à se négocier;
- dans le cas d'un titre autre qu'un titre coté ou un titre inscrit, le marché sur lequel le titre a été négocié pour la première fois et continue de se négocier.

Si un titre qui était coté à une bourse au 1<sup>er</sup> janvier 2007 devient « intercoté » au cours de l'année civile 2007 sur une autre bourse, la bourse à laquelle le titre était coté au 1<sup>er</sup> janvier 2007 demeurera le « marché principal » tout au long de 2007, à la condition que le titre continue de se négocier à cette bourse. Si le titre est « radié de la cote » de la bourse initiale, la deuxième bourse deviendra le « marché principal » pour le reste de 2007 après la date à laquelle le titre a été radié de la cote de la bourse initiale.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-014 publié le 6 juillet 2007 sous le titre « **Orientation – Dispenses des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés** ».

#### Récapitulatif

Le présent Avis relatif à l'intégrité du marché donne avis du fait que l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») a accordé, avec prise d'effet le 6 juillet 2007, une dispense des restrictions quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert aux fins des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») relativement à la vente à découvert d'un titre coté en bourse qui est également coté à la bourse aux États-Unis.

#### Contexte

Le paragraphe 3.1 des RUIM prévoit qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès ne peut effectuer une vente à découvert sur un marché sauf si le cours est égal ou supérieur au dernier cours vendeur à l'égard de ce titre ou si certaines exceptions s'appliquent.

Le 13 juin 2007, la SEC a approuvé des modifications visant à supprimer les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert selon ce qui est énoncé à la règle dite Rule 10a-1 ainsi que tout critère relatif au cours dans le cadre d'une vente à découvert, lequel a été établi par un organisme d'autoréglementation, y compris les exigences de la Bourse de New York et du marché Nasdaq. En outre, les modifications interdisent à tout organisme d'autoréglementation d'établir un critère quant au cours. Ces modifications ont pris effet le 3 juillet 2007, et la date de conformité précisée est du 6 juillet 2007.

En fonction des statistiques en matière de négociation relativement aux marchés canadiens pour le mois d'avril 2007, les titres qui sont intercotés avec une bourse aux États-Unis comptent pour environ 55 % de la valeur des titres négociés et environ 30 % du volume des titres négociés. En outre, environ 25 % des transactions sur un marché canadien visent une vente à découvert (y compris des ventes qui sont admissibles à titre de ventes « à découvert dispensées » des restrictions quant au cours aux termes de la Règle 3.1 des RUIM). Ces chiffres indiquent la mesure importante dans laquelle la négociation sur les marchés canadiens pourrait s'en ressentir de la décision de la SEC d'abolir les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert. De l'avis de l'OCRCVM, s'il devait prôner une norme considérablement différente relativement aux ventes à découvert sur un marché comparativement aux transactions visant le même titre sur un marché organisé réglementé aux États-Unis, il placerait les marchés à un désavantage concurrentiel.

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

Compte tenu de la décision de la SEC de supprimer les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, l'OCRCVM a accordé, avec prise d'effet le 6 juillet 2007, une dispense des restrictions quant au cours visant une vente à découvert aux termes de la Règle 3.1 des RUIM relativement à des titres intercotés sur une bourse aux États-Unis. Aux fins des RUIM, la Bourse de Toronto (« TSX »), la Bourse de croissance TSX (« BC-TSX ») et CNQ sont présentement admissibles en qualité de « bourse ». Si un titre est coté en bourse et est également coté à une bourse aux États-Unis, une vente à découvert du titre peut être saisie sur tout marché, y compris un système de négociation parallèle, qui négocie le titre et permet l'utilisation de la désignation de « vente à découvert dispensée ». Les titres qui se négocient sur un réseau de communications électronique aux États-Unis mais qui ne sont pas par ailleurs cotés à une bourse<sup>2</sup> aux États-Unis ne sont pas admissibles à la dispense.

Si un marché déterminé n'accepte pas la désignation de « vente à découvert dispensée » prévue aux termes de la Règle 6.2 des RUIM, l'ordre doit être désigné comme « à découvert ». Dans ce cas, si le système du marché s'assure de la conformité aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, le marché peut suspendre l'application automatique des restrictions quant au cours à l'égard de titres visés par la dispense. Si un marché n'est pas en mesure de suspendre l'application automatique des restrictions quant au cours relativement à des titres visés par la dispense, les ventes à découvert de titres dispensés sur ce marché continueront à être exécutées moyennant un cours qui n'est pas inférieur au dernier cours vendeur du titre.

Afin d'aider les marchés, les participants, les personnes ayant droit d'accès ainsi que leurs fournisseurs de service respectifs à

<sup>2</sup> Une bourse est un marché qui enregistré en tant que « bourse » aux termes de la loi intitulée *Exchange Act of 1933* (États-Unis). En particulier, il est à noter qu'un réseau de communications électronique, ainsi que le Bulletin Board et les Pink Sheets NE constituent PAS une « bourse ».

donner effet à la présente dispense, une liste des titres intercotés entre la TSX et une bourse aux États-Unis en date du 15 juin 2007 est jointe en Annexe « A »<sup>3</sup>. Un certain nombre de titres est présentement intercoté entre la BC-TSX et une bourse aux États-Unis. Toutefois, la BC-TSX n'accepte pas la désignation de « vente à découvert dispensée » et les titres ne sont pas par ailleurs négociés sur un marché qui accepte la désignation de « vente à découvert dispensée ».

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-015 publié le 10 août 2007 sous le titre « **Orientation – Questions déterminées se rapportant à la négociation sur plusieurs marchés** ». Des dispositions supplémentaires figurent aux paragraphes 2.2, 5.1, 5.2 et 7.1.

#### Questions et réponses

La liste suivante énumère des questions concernant les obligations incombant à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* à l'égard de la négociation d'un titre qui se négocie sur plus d'un marché. Les RUIM définissent un marché comme une bourse reconnue (une « bourse »), un système de cotation et déclaration d'opérations (« SCDO ») reconnu ou un système de négociation parallèle (« SNP ») qui fait affaire au Canada.

**1. Quelles sont les procédures en vue de la vente d'un titre qui est assujéti à des restrictions quant au transfert aux États-Unis sur un marché qui n'est pas admissible en tant que « marché des valeurs extracôtier désigné » aux termes du Règlement dit Regulation S de la loi intitulée United States Securities Act of 1933?**

La Règle dite Rule 904 prise aux termes du Règlement dit Regulation S (« Regulation S ») de la loi intitulée *Securities Act of 1933* (États-Unis) prévoit que, sous réserve de certaines conditions, l'offre, la vente ou la revente de titres dans le cadre d'une « opération extracôtier » sont dispensées de l'inscription auprès de la SEC. Aux termes de la Règle dite Rule 904, une « opération extracôtier » comprend une opération dans le cadre de laquelle aucune offre n'est faite à une personne aux États-Unis et où l'opération est exécutée par l'entremise des installations ou du parquet d'un « marché des valeurs extracôtier désigné », à la condition que ni le vendeur ni une personne agissant pour son compte n'ait connaissance du fait que l'opération a été arrangée au préalable auprès d'un acheteur aux États-Unis. Actuellement, la Bourse de Toronto (« TSX ») et la Bourse de croissance TSX (« BC TSX ») constituent les marchés au Canada qui sont admissibles à titre de « marché des valeurs extracôtier désigné » aux fins du Règlement dit Reg. S.

Aux termes de la Règle 5.2, un *participant* a l'obligation de déployer des efforts raisonnables afin de combler certains ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché. (Il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1<sup>er</sup> septembre 2006) et l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-002 – *Approbaton de modifications – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels* (26 février 2007) pour une discussion des circonstances dans lesquelles naît l'obligation d'accorder le « meilleur cours ».) Dans le contexte d'un *participant* qui facilite la vente des titres restreints aux États-Unis qui se négocient sur plus d'un marché, le *participant* qui traite l'ordre a l'obligation d'exécuter la transaction sur un marché avec des ordres dotés d'un meilleur cours avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un marché qui constitue un « marché valeur extracôtier désigné » aux termes du Règlement dit Regulation S.

Dans la mesure où un *participant* négocie avec des ordres sur un marché qui n'est pas admissible en qualité de « marché des valeurs extracôtier désigné », le *participant* doit se conformer aux procédures énoncées dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-028 – *Vente de titres assujétis à des restrictions quant au transfert uniquement aux États-Unis* (28 juillet 2005). Ainsi qu'il est précisé dans cet Avis, un ordre visant la vente de titres restreints aux États-Unis peut être saisi sur un marché :

- dans le cadre d'une *application intentionnelle* moyennant un cours se situant entre le *meilleur cours acheteur* et le *meilleur cours vendeur* lorsque le *participant* a connaissance du fait que l'acheteur n'est pas un résident des États-Unis ou par ailleurs assujéti aux restrictions quant au transfert;
- comme *ordre assorti de conditions spéciales* (soit qui est assujéti à la condition que l'acheteur ne soit pas un résident des États-Unis).

Des ordres saisis en tant qu'*application intentionnelle* moyennant un cours se situant entre le *meilleur cours acheteur* et le *meilleur cours vendeur* ainsi qu'il est publié dans un *affichage consolidé du marché* peuvent être exécutés sur un marché sans devoir se préoccuper de l'ingérence éventuelle de la part d'une partie qui peut ne pas être admissible à faire l'acquisition des titres.

Si l'ordre est saisi en tant qu'*ordre assorti de conditions spéciales*, moyennant un cours inférieur aux ordres « dotés d'un meilleur cours » dans un *affichage consolidé du marché* à l'égard duquel le *participant* est astreint à une obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes de la Règle 5.2, le *participant* doit communiquer avec chaque *participant* et *personne ayant droit d'accès* qui a divulgué des ordres moyennant un meilleur cours que le cours de l'*ordre assorti de conditions spéciales* à la condition que le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* soit admissible à faire l'acquisition des titres restreints aux États-Unis. Si chaque *participant* ou *personne ayant droit d'accès* ayant un ordre doté d'un meilleur cours est soit désintéressé à acquérir soit incapable d'acquérir les titres restreints aux États-Unis,

<sup>3</sup> La TSX publie mensuellement une liste des titres qui sont intercotés avec une bourse aux États-Unis dans le recueil mensuel de la TSX (TSX Monthly Review).

l'ordre assorti de conditions spéciales peut être exécuté moyennant un cours inférieur avec une partie qui est en mesure de faire l'acquisition des titres restreints aux États-Unis. Il y a lieu de consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-006 – *Orientation – Vente de titres assujettis à certaines lois sur les valeurs mobilières des États-Unis* (17 février 2006) pour obtenir une orientation supplémentaire sur les « opérations extracôtées » aux termes de la Règle dite Rule 904 prise aux termes du Règlement dit Regulation S et sur les exigences en matière de désignation des ordres aux termes des RUIM à l'égard d'ordres visant la vente de titres restreints aux États-Unis.

**3. Quel est le cours le plus bas selon lequel un participant ou une personne ayant droit d'accès peut réaliser une vente à découvert de titres qui sont intercotés sur une bourse aux États-Unis?**

Le 13 juin 2007, la SEC a approuvé des modifications à la Règle dite Rule 10a-1 et au Règlement dit Regulation SHO qui supprimeront les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert ainsi qu'il est précisé à la Règle dite Rule 10a-1 ainsi que le critère quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert de tout organisme d'autoréglementation. En outre, les modifications interdiront à tout organisme d'autoréglementation de se doter d'un critère quant aux cours. Ces modifications sont entrées en vigueur le 3 juillet 2007, la date de conformité étant le 6 juillet 2007.

À la lumière de la décision prise par la SEC de supprimer les restrictions quant aux cours dans le cadre de ventes à découvert, l'OCRCVM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-014 – *Orientation – Dispense des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert de certains titres intercotés* (6 juillet 2007), lequel accordait, avec prise d'effet le 6 juillet 2007, une dispense des restrictions quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert aux termes de la Règle 3.1 des RUIM relativement à des titres qui sont intercotés sur un marché aux États-Unis. Aux fins des RUIM, la Bourse de Toronto (« TSX »), la Bourse de croissance TSX (« BC TSX ») et CNQ sont présentement admissibles en qualité de « bourse ». Si un titre est coté à une bourse et est également coté sur une bourse aux États-Unis, une vente à découvert du titre peut être saisie sur tout marché, y compris un SNP, qui négocie le titre et permet l'utilisation d'une désignation de « vente à découvert dispensée ». Les titres qui se négocient sur un réseau de communications électroniques aux États-Unis mais qui ne sont pas par ailleurs cotés à une bourse<sup>4</sup> aux États-Unis ne sont pas admissibles à bénéficier de la dispense.

Si un marché déterminé n'accepte pas la désignation de « vente à découvert dispensée » qui est prévue aux termes de la Règle 6.2 des RUIM, l'ordre doit être désigné comme « à découvert ». Dans ce cas, si le système du marché assure la conformité aux restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert, le marché peut suspendre l'application automatique des restrictions quant au cours relativement à des titres visés par la dispense. Si un marché n'est pas en mesure de suspendre l'application automatique des restrictions quant au cours relativement à des titres visés par la dispense, les ventes à découvert de titres dispensés sur ce marché continueront à être exécutées moyennant un cours qui n'est pas inférieur au *dernier cours vendeur* du titre (voir la question 4 ci-dessous).

**4. Quel est le cours le plus bas selon lequel un participant ou une personne ayant droit d'accès peut réaliser une vente à découvert de titres qui ne sont pas intercotés sur un marché aux États-Unis?**

La Règle 3.1 des RUIM prévoit que, sous réserve de certaines exceptions, ni un *participant* ni une *personne ayant droit d'accès* ne peut réaliser une vente à découvert inférieure au *dernier cours vendeur*. Cette expression *dernier cours vendeur* se définit comme le cours de la dernière vente d'au moins une *unité de négociation standard* affichée dans un *affichage consolidé du marché*. Ainsi qu'il est précisé à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1<sup>er</sup> septembre 2006), l'OCRCVM est d'avis que, dans le contexte d'un titre qui se négocie sur plus d'un marché, le cours le plus bas selon lequel un *participant* ou un *personne ayant droit d'accès* peut réaliser une vente à découvert sera le moindre des cours suivants :

- le *dernier cours vendeur* du titre sur un marché principal;
- le *dernier cours vendeur* du titre sur le marché sur lequel le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* saisit l'ordre de vente à découvert, à la condition que cette transaction ait lieu ultérieurement à la dernière vente sur le marché principal.

Le tableau qui suit fournit les éléments de base pour les deux illustrations ci-dessous :

*Prenez pour acquis qu'un titre déterminé est inscrit à une bourse qui constitue le « marché principal » et sur deux SNP.*

Marché	Cours acheteur	Cours vendeur	Dernière vente	Heure de la dernière vente
Marché principal	9,90 \$	10,10 \$	10,00 \$	11 h 15
SNP 1	9,90 \$	10,20 \$	9,90 \$	11 h 05
SNP 2	9,89 \$	10,20 \$	10,05 \$	10 h 15

<sup>4</sup> Une bourse est un marché qui enregistré en tant que « bourse » aux termes de la loi intitulée *Exchange Act of 1933* (États-Unis). En particulier, il est à noter qu'un réseau de communications électronique, ainsi que le Bulletin Board et les Pink Sheets NE constituent PAS une « bourse ».

Illustration n<sup>o</sup> 1 : Un participant souhaite saisir un ordre visant la vente d'actions « à découvert » moyennant le cours le plus bas possible.

Le cours le plus bas selon lequel un participant ou une personne ayant droit d'accès serait en mesure de saisir une vente à découvert sur l'un des marchés ci-dessus serait 10 \$ (soit le « dernier cours vendeur » sur le marché principal). Les « derniers cours vendeurs » sur SNP 1 et SNP 2 ont été établis avant la dernière vente sur le marché principal, et, en tant que tels, ne fixent pas le cours de la vente à découvert.

Illustration n<sup>o</sup> 2 : Prenez pour acquis que l'ensemble des facteurs demeure inchangé; toutefois la dernière vente sur SNP 1 (9,90 \$) est plus récente (11 h 20).

Un participant ou une personne ayant droit d'accès serait en mesure de saisir une vente à découvert sur :

- le marché principal moyennant 10 \$ (soit le « dernier cours vendeur » sur ce marché);
- SNP 1 moyennant 9,90 \$ (soit le dernier cours vendeur sur SNP 1 qui a été fixé ultérieurement à la dernière vente sur le marché principal);
- SNP 2 moyennant 10 \$ (puisque la dernière vente de 10,05 \$ sur SNP 2 était antérieure à la dernière vente moyennant 10 \$ sur le marché principal).

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-002 publié le 11 janvier 2008 sous le titre « **Orientation – Établissement du « marché principal » pour 2008** ».

#### Établissement du « marché principal »

L'OCRCVM a initialement énoncé ses critères en vue de l'établissement du « marché principal » dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – *Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés* (1<sup>er</sup> septembre 2006). Dans le cadre de l'établissement du *dernier cours vendeur* aux fins de la règle 3.1 et du *dernier cours vendeur indépendant* aux fins de la règle 7.7, l'OCRCVM juge qu'un marché constitue le « marché principal » à l'égard de la négociation de ce titre si les conditions suivantes sont réunies :

- les données de négociation provenant de ce marché sont diffusées en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- au cours de l'année civile précédente, le marché possédait le volume de négociation le plus important à l'égard de ce titre parmi les marchés qui diffusaient des données sur les transactions en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- le titre continue à être négocié sur ce marché.

Relativement aux titres inscrits à la cote d'une bourse au 1<sup>er</sup> janvier 2008, le « marché principal » au cours de 2008 est la bourse à laquelle est coté le titre sous réserve des exceptions suivantes :

- Roxmark Mines Limited dont les titres sont inscrits à CNQ sous le symbole « RMKL » tout en étant également cotés à la BC TSX sous le symbole « RMK » et à l'égard desquels le « marché principal » est la BC TSX;
- les titres d'United Reef Limited qui se négocient à CNQ sous le symbole « URPL » tandis qu'ils sont également cotés à la BC TSX sous le symbole « URP » et à l'égard desquels le « marché principal » est la BC TSX.

Relativement à un titre n'était pas été coté ou ne se négociait pas sur un marché au 1<sup>er</sup> janvier 2008, l'OCRCVM jugerait que le « marché principal » au cours de 2008 constituerait :

- dans le cas d'un titre coté ou inscrit, le marché sur lequel le titre a été coté ou inscrit pour la première fois et sur lequel le titre continue à se négocier;
- dans le cas d'un titre autre qu'un titre coté ou un titre inscrit, le marché sur lequel le titre a été négocié pour la première fois et continue de se négocier.

Si un titre qui était coté à une bourse au 1<sup>er</sup> janvier 2008 devient « intercoté » au cours de l'année civile 2008 sur une autre bourse, la bourse à laquelle le titre était coté au 1<sup>er</sup> janvier 2008 demeurera le « marché principal » tout au long de 2008, à la condition que le titre continue de se négocier à cette bourse. Si le titre est « radié de la cote » de la bourse initiale, la deuxième bourse deviendra le « marché principal » pour le reste de 2008 après la date à laquelle le titre a été radié de la cote de la bourse initiale.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis de l'OCRCVM 08-0101 publié le 23 septembre 2008 sous le titre « **Note d'orientation – RUIM – Mise à jour du rappel concernant les obligations dans le cadre de la réalisation de ventes à découvert** », lequel mettait à jour et remplaçait l'Avis de l'OCRCVM 08-0098 publié le 22 septembre 2008 sous le titre « **Note d'orientation – RUIM – Rappel concernant les obligations dans le cadre de la réalisation de ventes à découvert** ».

## Récapitulatif

Le 22 septembre 2008, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO ») a délivré une ordonnance modifiée et mise à jour (l'« ordonnance temporaire mise à jour ») qui modifiait l'ordonnance de la CVMO en date du 19 septembre 2008 (l'« ordonnance temporaire initiale »), laquelle interdisait la vente à découvert des titres de certains émetteurs financiers inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (la « TSX ») qui sont intercotés avec des bourses aux États-Unis (les « émetteurs du secteur financier »).<sup>5</sup> La CVMO a délivré l'ordonnance temporaire initiale à titre de mesure de précaution afin d'éviter l'arbitrage réglementaire à l'égard des ventes à découvert en Ontario de titres d'émetteurs du secteur financier en conséquence d'initiatives prises par la Securities and Exchange Commission (« SEC ») et afin de favoriser le caractère équitable et le bon fonctionnement des marchés en Ontario en vue de la négociation de titres d'émetteurs du secteur financier. La SEC a délivré une ordonnance modifiée et mise à jour le 21 septembre 2008 et l'ordonnance temporaire mise à jour étaye les modifications apportées par la SEC. L'ordonnance temporaire mise à jour s'applique jusqu'au 3 octobre 2008 sauf si elle est prolongée par la CVMO.

Le présent Avis de l'OCRCVM donne un rappel aux *participants* et aux *personnes ayant droit d'accès* concernant les obligations qui leur incombent généralement dans le cadre du traitement d'une vente à découvert et fournit une orientation déterminée à l'égard des obligations imposées aux *participants* et aux *personnes ayant droit d'accès* dans le cadre du respect de l'ordonnance temporaire mise à jour. **En conséquence de la délivrance de l'ordonnance temporaire mise à jour, le présent Avis de l'OCRCVM révisé et remplace l'orientation donnée dans l'Avis de l'OCRCVM 08-0098 – Avis sur les règles – RUIM – Rappel concernant les obligations dans le cadre de la réalisation de ventes à découvert.**

Dans le cadre de sa supervision de l'activité sur le marché, l'OCRCVM assure la surveillance des activités de vente à découvert sur les marchés canadiens. Compte tenu de la préoccupation exprimée par les autorités de réglementation à l'égard des activités de vente à découvert aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'OCRCVM augmentera sa surveillance à l'égard des activités de vente à découvert sur les marchés canadiens et, en particulier, les activités de vente à découvert à l'égard de titres d'émetteurs du secteur financier qui ne sont pas visés par l'ordonnance temporaire. L'OCRCVM déclarera à la CVMO et aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières l'existence de tendances d'activités de vente à découvert sur les marchés canadiens et elle leur fera rapport à l'égard du respect des modalités de l'ordonnance temporaire mise à jour.

### Obligations générales dans le cadre du traitement de ventes à découvert

La Règle 3.1 des RUIM prévoit qu'un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* ne peut réaliser une vente à découvert sur un marché sauf si le cours correspond ou est supérieur au dernier cours vendeur à l'égard de ce titre ou sauf si certaines exceptions s'appliquent. Pour l'heure, des titres qui sont intercotés entre une bourse au Canada et une bourse aux États-Unis sont dispensés des restrictions quant au cours. Cette dispense continue à s'appliquer mais elle est remplacée par les dispositions de l'ordonnance temporaire mise à jour qui, sous réserve des dispenses qui y sont prévues, interdit les ventes à découvert visant des titres d'un émetteur du secteur financier entre le 20 septembre 2008 et le 3 octobre 2008.

Aux termes des RUIM, chaque *participant* et *personne ayant droit d'accès* a l'obligation de régler toute transaction découlant de la saisie d'un ordre sur un marché par le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* ou par l'entremise de ceux-ci. Aux termes de la Règle 2.2 des RUIM, un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* sera réputé s'être livré à un comportement manipulateur et trompeur s'il saisit un ordre de vente sur un marché sans avoir « l'attente raisonnable ... de régler toute transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre ». Si un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* est conscient que le titre déterminé n'est pas disponible en vue d'être emprunté, aucune vente à découvert ne peut être saisie relativement à ce titre. Si un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* a saisi une vente à découvert qui échoue en raison du fait que les titres requis ne pouvaient être empruntés en vue du règlement, aucune autre vente à découvert visant ce titre ne peut être réalisée par le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* sauf si des dispositions convenables ont été prises afin d'emprunter tous les titres qui seraient requis en vue du règlement de la vente à découvert.

Aux termes de la Règle 6.2 des RUIM, tout ordre qui est saisi sur un marché et qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert doit être désigné comme ordre « à découvert » ou « à découvert dispensé ». Aux termes de la Règle 7.1, un *participant* doit s'être doté de politiques et procédures convenables afin de garantir que les ordres traités par ce *participant* (y compris les ordres qui ont été saisis directement et électroniquement par des clients) sont correctement désignés. Chaque *participant* est censé disposer de procédures en matière de conformité permettant d'effectuer des vérifications afin de s'assurer que les ordres sont correctement désignés.

**Compte tenu des préoccupations exprimées et des mesures prises par les autorités de réglementation au Canada et dans des territoires étrangers concernant les activités de vente à découvert, l'OCRCVM s'attendrait des participants et des personnes ayant droit d'accès qu'ils consacrent une attention et des ressources supplémentaires afin de s'assurer de la conformité aux exigences dans le cadre du traitement de ventes à découvert, y compris l'ordonnance temporaire mise à jour, au moins jusqu'à ce que les autorités de réglementation aient décidé quelle mesure supplémentaire peut s'imposer.**

<sup>5</sup> Le texte de l'ordonnance temporaire initiale est disponible en anglais sur le site Internet de la CVMO à l'adresse suivante : [http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad\\_20080919\\_cert-fin-sect-issuers.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20080919_cert-fin-sect-issuers.pdf)  
Le texte de l'ordonnance temporaire mise à jour est disponible en anglais sur le site Internet de la CVMO à l'adresse suivante : [http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad\\_20080922\\_amend\\_cert-fin-sect-issuers.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20080922_amend_cert-fin-sect-issuers.pdf)

## Questions et réponses

Nous énumérons ci-dessous une série de questions concernant l'application de l'ordonnance temporaire mise à jour à la négociation de titres d'émetteurs du secteur financier et la réponse de l'OCRCVM à l'égard de chaque question :

**1. L'ordonnance temporaire mise à jour interdit-elle seulement la vente à découvert des titres d'un émetteur du secteur financier à la TSX?**

Non. Même si chaque émetteur du secteur financier est inscrit à la cote de la TSX, l'ordonnance temporaire mise à jour interdit :

- la saisie d'un ordre qui, s'il était exécuté, constituerait une vente à découvert sur tout marché sur lequel les titres de l'émetteur du secteur financier se négocient;
- l'exécution d'une vente à découvert dans le cadre d'une opération hors cote.

En plus de la TSX, les titres d'un émetteur du secteur financier peuvent présentement se négocier dans le cadre de l'installation « Pure Trading » de Canadian Trading and Quotation System (« CNQ »), sur Chi-X Canada ATS Limited (« Chi-X »), sur Liquidnet Canada Inc. (« Liquidnet »), sur « BlockBook » et « Omega ATS » exploités par Perimeter Markets Inc. et sur « MATCH Now » exploité par TriAct Canada Marketplace LP.

**2. L'ordonnance temporaire mise à jour ne s'applique-t-elle qu'aux actions ordinaires d'un émetteur du secteur financier?**

Oui. L'ordonnance temporaire mise à jour s'applique uniquement à la négociation des actions ordinaires d'un émetteur du secteur financier. La liste qui suit énumère les émetteurs visés par l'ordonnance temporaire mise à jour :

Dénomination	Symbole de base
Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd.	FAP
Banque de Montréal	BMO
Banque de Nouvelle-Écosse (La)	BNS
Banque Canadienne Impériale de Commerce	CM
Fairfax Financial Holdings Limited	FFH
Kingsway Financial Services Inc.	KFS
Financière Manuvie	MFC
Quest Capital Corp.	QC
Banque Royale du Canada	RY
Financière Sun Life Inc.	SLF
Thomas Weisel Partners Group Inc.	TWP
Banque Toronto-Dominion (La)	TD
Merrill Lynch & Co., Canada Ltd.	MLC

**3. L'ordonnance temporaire mise à jour autorise-t-elle une dispense à l'égard de la « facilitation d'achats en bloc »?**

L'ordonnance temporaire mise à jour autorise expressément un *participant* agissant en qualité de contrepartiste à réaliser une vente à découvert en vue de faciliter une opération intervenue avec un client qui est assortie d'une valeur marchande actuelle d'au moins 200 000 \$ dans le cadre d'une seule opération ou de plusieurs opérations réalisées sensiblement en même temps, à la condition que la position soit liquidée ou couverte dès que possible après la finalisation des ventes à découvert.

**Si la dispense prévue dans l'ordonnance temporaire mise à jour ne s'applique pas**, un *participant* peut faciliter un achat par le client, et ce, en agissant en qualité de mandataire au moyen de l'accumulation d'actions au sein d'un compte à cours moyen qui fait alors l'objet d'écritures de journal en faveur du client au cours moyen. Subsidiairement, si le *participant* doit faciliter l'opération à titre de contrepartiste, le *participant* serait tenu d'accumuler une position acheteur à titre de contrepartiste puis de faire l'application de cette position en faveur du client. Dans le cours ordinaire, l'OCRCVM jugerait que cette pratique constitue une « saisie en double » contraire à la Règle 2.2 des RUIIM. Pour ce motif, l'OCRCVM consentira à ce que la transaction provenant de la position de contrepartiste envers le client soit exécutée « hors bourse » conformément aux dispenses de la Règle 6.4 des RUIIM. Un *participant* qui souhaite faciliter l'achat par un client d'un bloc de cette manière devrait communiquer avec le Service de la Surveillance du marché par télécopieur au numéro 416-646-7261 ou par courriel à l'adresse suivante : [surveillance@iirc.ca](mailto:surveillance@iirc.ca) avant d'entreprendre l'accumulation des actions à titre de contrepartiste.

**4. Un participant peut-il réaliser une vente à découvert provenant de son compte de stocks afin de faire évoluer à la baisse le cours pour qu'il atteigne un niveau en vue de faciliter une transaction d'acceptation à titre de contrepartiste de la part d'un client si la taille et le cours de la transaction ont été convenus entre le participant et le client?**

Oui. Avec prise d'effet le 16 mai 2008, les RUIIM ont été modifiées dans le cadre de la publication de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008 – *Avis d'approbation – Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »* (16 mai 2008) qui a plafonné au volume déclaré l'obligation d'exécuter des ordres dotés d'un meilleur cours dans le cas de

certaines transactions organisées au préalable et d'applications intentionnelles. Une fois que les ordres ont été saisis afin de déplacer les ordres dotés d'un meilleur cours sur tous les marchés protégés, une application désignée peut être exécutée sur un marché ou, au besoin, hors marché. Les *participants* peuvent saisir des ordres d'une taille suffisante afin de déplacer tous les marchés protégés à la condition que le volume global saisi ne dépasse pas la taille de la transaction désignée.

**5. Que s'attend-t-on qu'un participant fasse s'il soupçonne qu'un client réalise ou a réalisé une vente à découvert sans déclarer que la vente provient en réalité d'une position à découvert?**

La législation en valeurs mobilières dans chaque territoire provincial exige qu'une personne déclare à un courtier qui traite un ordre de vente que la transaction constituerait une vente à découvert. La Règle 2.3 des RUIIM prévoit qu'un *participant* ne doit pas saisir un ordre sur un marché s'il sait ou serait raisonnablement censé savoir que l'ordre ne se conforme pas à la législation en valeurs mobilières applicable. Aux termes de la Règle 10.16 des RUIIM, si un *participant* croit qu'il y a peut-être eu violation de la Règle 2.3 des RUIIM, il a l'obligation de réaliser un contrôle avec diligence, et, si ce contrôle indique qu'il y a peut-être eu violation, il doit fournir un « rapport relatif à l'obligation de veiller aux intérêts du client » à OCRCVM.

**6. Que s'attend-t-on à ce qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès fasse à l'égard d'ordres visant des ventes à découvert à l'égard d'un titre d'un émetteur du secteur financier qui était en circulation au moment de la délivrance de l'ordonnance temporaire mise à jour?**

Si un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* a saisi un ordre visant une vente à découvert sur un marché qui était toujours en circulation à la fin des négociations le 19 septembre 2008, le *participant* ou la *personne ayant droit d'accès* est censé déployer des efforts raisonnables afin de retirer l'ordre avant l'ouverture des négociations visant les titres de l'émetteur du secteur financier sur le marché le lundi 22 septembre 2008. Si un *participant* a reçu un ordre client ou un ordre non-client visant la vente à découvert d'un titre d'un émetteur du secteur financier avant la délivrance de l'ordonnance temporaire initiale, le *participant* ne peut saisir l'ordre visant une vente à découvert sur un marché ni exécuter l'ordre dans le cadre d'une transaction hors cote alors que l'ordonnance temporaire mise à jour demeure en vigueur sauf si l'exécution de la vente à découvert est visée par une dispense selon les modalités de l'ordonnance temporaire mise à jour.

**7. Quelles mesures un participant devrait-il prendre afin de s'assurer que les clients qui ont un « accès direct au marché » ne saisissent pas des ordres visant des ventes à découvert à l'égard des titres d'un émetteur du secteur financier alors que l'ordonnance temporaire mise à jour est en vigueur?**

Le *participant* a l'obligation de s'assurer que tous ordres sont saisis sur un marché ou sont saisis conformément à la législation en valeurs mobilières applicable et aux exigences des RUIIM. Le *participant* doit, en conséquence, prendre des mesures qui empêcheront la saisie d'ordres visant des ventes à découvert contrairement à l'ordonnance temporaire mise à jour. Si le système de négociation du *participant* n'est pas en mesure de bloquer des ordres visant des ventes à découvert à l'égard de titres d'un émetteur du secteur financier, le *participant* doit prendre des mesures afin d'aviser immédiatement chaque client qui possède un tel accès direct au marché des modalités de l'ordonnance temporaire mise à jour et le *participant* devrait surveiller les ordres de vente saisis par de tels clients afin de s'assurer que les clients n'ont pas tenté de contourner l'ordonnance temporaire mise à jour en ne désignant pas correctement les ordres comment étant « à découvert ».

**8. Existents-ils des dispenses de l'ordonnance temporaire mise à jour?**

La vente à découvert d'un titre d'un émetteur du secteur financier peut être réalisée si la vente à découvert respecte l'une des conditions suivantes :

- elle fait partie d'une *transaction déclenchée par ordinateur* (soit une transaction résultant d'une série d'ordres au mieux visant l'achat ou la vente de titres déterminés sous-jacents à un indice, ce qui comprend tous les indices et sous-indices du S&P/TSX, si la transaction est entreprise de concert avec une transaction visant un instrument dérivé ou un fond négocié en bourse dont l'intérêt sous-jacent est l'indice), laquelle *transaction déclenchée par ordinateur* est réalisée conformément aux exigences de la TSX se rapportant à une « transaction déclenchée par ordinateur » (p. ex., la transaction doit viser au moins 80 % de la composante pondération de l'indice);
- elle est réalisée aux termes des obligations du teneur de marché imposées par la TSX au teneur de marché pour les titres de l'émetteur du secteur financier ou tout *fonds négocié en bourse* dont les titres de l'émetteur du secteur financier constituent une composante fournie au teneur de marché (à la condition que la vente à découvert soit réalisée conformément aux conditions énoncées dans l'ordonnance temporaire mise à jour);
- elle est pour le compte d'un teneur de marché des dérivés et est réalisée :
  - conformément aux obligations de tenue du marché du vendeur relativement au titre ou à un titre connexe (y compris un fonds négocié en bourse dont les titres de l'émetteur du secteur financier constituent une composante),
  - en vue de couvrir une position préexistante visant le titre ou un titre connexe;
- elle constitue la vente d'un *fonds négocié en bourse*;
- elle est nécessaire dans le cadre de l'obligation d'accorder le « meilleur cours » qui est imposée à un

*participant* en vue d'exécuter des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché protégé après l'exécution d'une vente provenant d'une position acheteur sur un autre marché;

- elle est réalisée en conséquence de l'exercice automatique ou de la cession d'une option sur titres de participation détenue, ou en rapport avec le règlement d'un contrat à terme détenu, avant la délivrance de l'ordonnance temporaire mise à jour en raison de l'expiration de l'option ou du contrat à terme;
- elle vise un titre qui est assujéti à une restriction à la vente imposée par la législation en valeurs mobilières applicable ou par une bourse à titre de condition de l'inscription à la cote du titre et la vente est réalisée aux termes d'une dispense des exigences de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable;
- elle est réalisée en vue de rajuster une position sur instruments dérivés couverte pré-existante afin de conserver l'exposition au risque qui existait au moment où l'ordonnance temporaire initiale est entrée en vigueur.

**9. Aux termes de l'ordonnance temporaire mise à jour, une vente à découvert peut-elle être réalisée à l'égard d'un titre d'un émetteur du secteur financier si la vente serait dispensée des restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert aux termes de la Règle 3.1 des RUIIM?**

Non. Sauf si la transaction est dispensée de l'ordonnance temporaire mise à jour aux termes de l'une des dispenses dont il est question en réponse à la question 8, une vente à découvert **NE** peut **PAS** être réalisée à l'égard des titres d'un émetteur du secteur financier même si une telle opération serait par ailleurs admissible à une dispense des restrictions quant au cours dans le cadre d'une vente à découvert aux termes de la Règle 3.1 des RUIIM.

La Règle 3.1 autorise une vente à découvert en deçà du dernier cours vendeur pour le compte d'un compte d'arbitrage lorsque le vendeur sait ou a des motifs raisonnables de croire que l'offre qui permet au vendeur de couvrir la vente est alors disponible et le vendeur a l'intention d'accepter cette offre immédiatement. Il n'existe aucune dispense semblable aux termes de l'ordonnance temporaire mise à jour. En conséquence, une personne qui se livre à une activité d'arbitrage doit recevoir une exécution dans le sens de l'achat avant de saisir un ordre de vente sur un marché afin de « compenser » l'achat. De façon semblable, les algorithmes de négociation à l'égard des titres d'émetteurs du secteur financier doivent être programmés afin de se conformer à l'interdiction de réaliser une vente à découvert d'un titre d'un émetteur du secteur financier (p. ex. ils doivent être reconfigurés afin de saisir en premier les ordres dans le sens de l'achat suivis la saisie dans le sens de la vente uniquement après que l'achat a été finalisé) ou ils doivent être par ailleurs rendus inopérants.

**10. Les marchés seront-ils en mesure d'assurer la conformité à l'ordonnance temporaire mise à jour « au moyen de l'application à l'échelle du système » pour les participants et les personnes ayant droit d'accès?**

Compte tenu des dispenses qui sont disponibles aux termes de l'ordonnance temporaire mise à jour et du fait que l'ordonnance temporaire mise à jour peut n'être en vigueur que jusqu'au 3 octobre 2008, les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès* ne devraient pas s'attendre à ce que les marchés soient en mesure de fournir une solution au niveau du marché pendant la durée de l'ordonnance temporaire mise à jour.

L'OCRCVM a proposé des modifications aux RUIIM afin de prévoir l'existence d'un *titre inadmissible à une vente à découvert*. Actuellement, ces modifications font l'objet d'un examen de la part des autorités en valeurs mobilières. Sauf si ces modifications peuvent être mises en œuvre, la responsabilité quant au respect de l'interdiction aux termes de l'ordonnance temporaire mise à jour incombe au *participant* et à la *personne ayant droit d'accès*.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis de l'OCRCVM 08-0121 publié le 6 octobre 2008 sous le titre « **Note d'orientation – RUIIM – Prolongation de l'interdiction de vente à découvert des titres de certains émetteurs du secteur financier** »,

**Récapitulatif**

Le 3 octobre 2008, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO ») a délivré une ordonnance (l'« ordonnance de prolongation ») prolongeant jusqu'à 23h59 le 8 octobre 2008 l'interdiction de vente à découvert des titres de certains émetteurs financiers inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (la « TSX ») qui sont intercotés avec des bourses aux États-Unis (les « émetteurs du secteur financier »).<sup>6</sup> Le 22 septembre 2008, la CVMO a délivré une ordonnance modifiée et mise à jour (l'« ordonnance temporaire mise à jour »), laquelle modifiait l'ordonnance de la CVMO en date du 19 septembre 2008 (l'« ordonnance temporaire initiale »). La CVMO a délivré l'ordonnance de prolongation, l'ordonnance temporaire mise à jour et l'ordonnance temporaire initiale à titre de mesures de précaution afin d'éviter l'arbitrage réglementaire à l'égard des ventes à découvert en Ontario de titres d'émetteurs du secteur financier en conséquence d'initiatives prises par la Securities and Exchange

<sup>6</sup> Le texte de l'ordonnance de prolongation est disponible en anglais sur le site Internet de la CVMO à l'adresse suivante : [http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad\\_20081003\\_cert-fin-sect-issuers.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20081003_cert-fin-sect-issuers.pdf)  
Le texte de l'ordonnance temporaire mise à jour est disponible en anglais sur le site Internet de la CVMO à l'adresse suivante : [http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad\\_20080922\\_amend\\_cert-fin-sect-issuers.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20080922_amend_cert-fin-sect-issuers.pdf)  
Le texte de l'ordonnance temporaire initiale est disponible en anglais sur le site Internet de la CVMO à l'adresse suivante : [http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad\\_20080919\\_cert-fin-sect-issuers.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/Enforcement/Proceedings/RAD/rad_20080919_cert-fin-sect-issuers.pdf).

Commission (« SEC ») et afin de favoriser le caractère équitable et le bon fonctionnement des marchés en Ontario en vue de la négociation de titres d'émetteurs du secteur financier. La SEC a délivré une ordonnance modifiée le 1<sup>er</sup> octobre 2008 qui viendra à échéance en même temps que l'ordonnance de prolongation.

#### **Orientation sur le traitement de ventes à découvert**

L'ordonnance de prolongation a supprimé Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd. de la liste des émetteurs du secteur financier. L'ordonnance de prolongation a précisé la portée de certaines dispenses de l'interdiction se rapportant à une vente à découvert réalisée par :

- un courtier inscrit faisant fonction de contrepartiste en vue de faciliter auprès d'un client ou d'une contrepartie une opération sur valeurs mobilières assortie d'une valeur d'au moins 200 000 \$ ou une opération sur dérivés assortie d'une valeur théorique de 200 000 \$ ou assortie d'une valeur théorique d'au moins 200 000 \$;
- le vendeur d'une option d'achat qui réalise une vente à découvert d'un titre qui est une action ordinaire d'un émetteur du secteur financier en conséquence d'une cession suivant la levée, par le porteur, de l'option d'achat.

Le 23 septembre 2008, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières a publié l'Avis de l'OCRCVM 08-0101 – Avis sur les règles – Note d'orientation – RUIM – *Mise à jour du rappel concernant les obligations dans le cadre de la réalisation de ventes à découvert*. À l'exception des modifications et des précisions apportées par l'ordonnance de prolongation telles qu'exposées ci-dessus, l'orientation fournie dans l'Avis de l'OCRCVM 08-0101 demeure applicable. L'orientation fournie dans l'Avis de l'OCRCVM 08-0101 sous le titre de rubrique « Obligations générales dans le cadre du traitement des ventes à découvert » demeurera applicable après l'expiration de l'ordonnance de prolongation.

**Orientation :** Le texte qui suit est la partie pertinente de l'Avis de l'OCRCVM 09-0007 publié le 9 janvier 2009 sous le titre « **Note d'orientation – Établissement du « marché principal » pour 2009** ».

#### **Récapitulatif**

Le présent Avis sur les règles fournit une orientation sur :

- le recours à la notion de « marché principal » dans le cadre de l'application des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM);
- l'établissement pour l'année civile 2009 du « marché principal » à l'égard de chaque titre coté.

#### **Exigences aux termes des RUIM**

La notion de « marché principal » est utilisée dans l'application de deux dispositions des RUIM, soit :

- Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert;
- Règle 7.7 – Négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres.

La Règle 3.1 des RUIM prévoit que, sous réserve de certaines dispenses, une vente à découvert ne peut être réalisée en deçà du dernier cours vendeur. Aux termes de la Règle 7.7, un participant qui prend part à certaines opérations sur titres en qualité de preneur ferme, mandataire ou conseiller ne peut, sauf s'il est prévu autrement ou s'il est par ailleurs dispensé, acheter ou offrir d'acheter des titres qui font l'objet de l'opération moyennant un cours qui est supérieur au dernier cours vendeur indépendant. Afin d'établir le dernier cours vendeur aux fins de la Règle 3.1 et le dernier cours vendeur indépendant aux fins de la Règle 7.7, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») accepte qu'un participant ou une personne ayant droit d'accès peut se fier au cours de la dernière transaction applicable d'une unité de négociation standard du titre déterminé sur le « marché principal » à l'égard de ce titre. L'OCRCVM a adopté cette position étant donné que tous les marchés ne diffusent pas présentement des renseignements quant aux opérations d'une manière permettant qu'ils soient facilement intégrés dans les listes de données fournies par des fournisseurs d'information.<sup>7</sup> Il y a lieu de se reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-003 – Orientation – Établissement du « marché principal » pour 2007 (28 février 2007) pour une orientation supplémentaire sur la manière dont est utilisée la notion de « marché principal » dans le cadre de l'application de ces deux règles.

#### **Modifications proposées à la Règle 3.1 – Restrictions applicables aux ventes à découvert**

Le 7 septembre 2007, l'OCRCVM s'est proposé d'apporter plusieurs modifications aux RUIM, notamment une proposition visant à abroger les restrictions quant au cours dans le cadre de ventes à découvert (la « règle relative aux variations du cours »).<sup>8</sup> Le 15 octobre 2008, l'OCRCVM a publié un avis de l'approbation, par les autorités en valeurs mobilières compétentes, de certaines de ces modifications apportées aux RUIM.<sup>9</sup> La proposition visant à abroger la règle relative aux variations du cours a été reportée en

<sup>7</sup> Tandis que BlockBook et Liquidnet fournissent une transparence postérieure aux transactions au moyen d'une page Internet disponible par l'intermédiaire de Reuters, les données diffusées de cette manière ne peuvent être facilement intégrées aux listes de données fournies par d'autres fournisseurs d'information. En outre, BlockBook diffuse présentement des données quant aux opérations par l'intermédiaire de TSXDatalinx même si aucuns vendeurs de données n'offrent présentement ces données autrement que par le biais de la page Internet disponible par l'intermédiaire de Reuters.

<sup>8</sup> Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-017 – Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées (7 septembre 2007).

<sup>9</sup> Avis 08-0143 de l'OCRCVM – Avis sur les règles – Avis d'approbation – RUIM – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées (15 octobre 2008).

raison de la conjoncture du marché qui sévissait alors et du fait que le cadre réglementaire régissant les ventes à découvert fait l'objet d'un examen dynamique aux États-Unis et dans d'autres territoires étrangers. L'OCRCVM continuera à surveiller l'évolution des événements sur le marché canadien et les nouvelles initiatives prises par les autorités de réglementation étrangères concernant les ventes à découvert et les transactions échouées et décidera quelles mesures supplémentaires devraient être prises. **Si l'OCRCVM donne suite à la modification apportée aux RUIIM visant à abroger le critère de la variation du cours et si les autorités en valeurs mobilières compétentes l'approuvent**, il n'y aurait aucun besoin d'établir le cours de la dernière vente sur le « marché principal » dans le cadre de la réalisation d'une vente à découvert.

#### **Modifications proposées à la Règle 7.7 – Négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres**

Le 21 mars 2008, l'OCRCVM s'est proposé d'apporter plusieurs modifications aux RUIIM, notamment une proposition visant à arrimer la restriction quant au cours applicable aux achats d'un titre restreint au meilleur cours acheteur indépendant au moment de la saisie de l'ordre plutôt qu'au dernier cours vendeur indépendant immédiatement avant l'exécution de l'ordre.<sup>10</sup> La proposition fait présentement l'objet d'un examen par les autorités en valeurs mobilières compétentes. **Si les autorités en valeurs mobilières compétentes approuvent la modification aux RUIIM visant à arrimer les restrictions quant au cours au « meilleur cours acheteur indépendant »**, il n'y aurait plus aucun besoin d'établir le cours de la dernière transaction sur le « marché principal » lorsqu'un participant assujéti à la Règle 7.7 achète ou offre d'acheter un titre restreint.

#### **Établissement du « marché principal » pour 2009**

L'OCRCVM a initialement énoncé ses critères en vue de l'établissement du « marché principal » dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2006-017 – Orientation – Négociation de titres sur plusieurs marchés (1<sup>er</sup> septembre 2006). L'OCRCVM juge qu'un marché constitue le « marché principal » à l'égard de la négociation de ce titre si les conditions suivantes sont réunies :

- les données de négociation provenant de ce marché sont diffusées en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- au cours de l'année civile précédente, le marché possédait le volume de négociation le plus important à l'égard de ce titre parmi les marchés qui diffusaient des données sur les transactions en temps réel et électroniquement par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- le titre continue à être négocié sur ce marché.

Relativement aux titres inscrits à la cote d'une bourse<sup>11</sup> au 1<sup>er</sup> janvier 2009, le « marché principal » au cours de 2009 est la bourse à laquelle est coté le titre. Relativement à un titre n'étant pas été coté ou ne se négociait pas sur un marché au 1<sup>er</sup> janvier 2009, l'OCRCVM jugerait que le « marché principal » au cours de 2009 constituerait :

- dans le cas d'un titre coté ou inscrit, le marché sur lequel le titre a été coté ou inscrit pour la première fois et sur lequel le titre continue à se négocier;
- dans le cas d'un titre autre qu'un titre coté ou un titre inscrit, le marché sur lequel le titre a été négocié pour la première fois et continue de se négocier.

Si un titre qui était coté à une bourse au 1<sup>er</sup> janvier 2009 devient « intercoté » au cours de l'année civile 2009 sur une autre bourse, la bourse à laquelle le titre était coté au 1<sup>er</sup> janvier 2009 demeurera le « marché principal » tout au long de 2009, à la condition que le titre continue de se négocier à cette bourse. Si le titre est « radié de la cote » de la bourse initiale, la deuxième bourse deviendra le « marché principal » pour le reste de 2009 après la date à laquelle le titre a été radié de la cote de la bourse initiale.

#### **Procédures disciplinaires : Dans l'affaire intéressant Salman Partners Inc. (« Salman »), Sameh Magid (« Magid »), William Burk (« Burk ») et Ian Todd (« Todd ») (18 février 2005) ER 2005-001**

Faits – Entre le 1<sup>er</sup> avril 2002 et le 30 juillet 2002, Salman s'est livré à une stratégie de négociation jumelée avec l'un de ses clients institutionnels, croyant erronément qu'il s'agissait d'opérations d'arbitrage. En réalité, les opérations ne constituaient pas des opérations d'arbitrage pour les fins des RUIIM, et, ainsi, les transactions saisies dans le cadre de la stratégie ne bénéficiaient pas des diverses dispenses prévues aux termes des RUIIM, et ont fait en sorte que Salman viole de nombreuses dispositions des RUIIM. En avril 2002, Salman s'est livré à des transactions visant les titres d'un deuxième émetteur qui ont fait en sorte que certaines opérations soient consignées hors marché alors qu'elles auraient dû être affichées sur une bourse. Finalement, dans le cadre d'une autre transaction, Salman a omis de superviser en bonne et due forme la tentative de la part du négociateur de couvrir une position à découvert visant les titres d'un émetteur lorsqu'un client a présenté un ordre d'achat visant le même titre. À l'égard de l'ensemble de ces événements, Salman a omis de conserver une piste de vérification en bonne et due forme à l'égard du flux des ordres.

Règlement convenu – Salman a omis d'élaborer et de mettre en œuvre des politiques et

<sup>10</sup> Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-005 – Avis de consultation – Dispositions se rapportant à la négociation pendant le déroulement de certaines opérations sur titres (21 mars 2008).

<sup>11</sup> Les RUIIM définissent une bourse comme une personne que l'autorité en valeurs mobilières compétente au Canada reconnaît en vertu de la législation sur les valeurs mobilières pour exercer des activités à titre de bourse au Canada.

procédures convenables afin de s'acquitter des obligations qui lui incombent en matière de conformité et de supervision à l'égard de sa négociation sur les marchés réglementés par SRM, y compris l'omission de s'assurer que des employés ayant des responsabilités de supervision possèdent des rôles et responsabilités clairement définis et que les règles sur la piste de vérification étaient respectées. Plusieurs hauts dirigeants ont également été jugés avoir manqué à leurs responsabilités de supervision.

Exigences examinées – Règles 3.1, 5.3(6), 6.2(1)b)(viii) et (x), 6.4, 7.1 et 10.11(1) et Politique 7.1

Sanction -

Salman Partners Inc. - amende de 600 000 \$ et frais de 90 000 \$

Sameh Magid - amende de 80 000 \$ et frais de 15 000 \$; engagements personnels

William Burk - amende de 30 000 \$

Ian Todd - amende de 30 000 \$

**Modifications proposées :**

Pour de plus amples renseignements concernant les modifications actuellement proposées à l'article 3 et à la Politique 3.1 des RUIIM – Ventes à découvert, veuillez vous reporter à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-017 – *Avis de consultation – Dispositions se rapportant aux ventes à découvert et aux transactions échouées* (7 septembre 2007) qui renferme les modifications proposées suivantes :

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

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

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

3. La Politique 3.1 est supprimée.