

27 août 2004

N° 2004-023

Acheminement proposé : Négociation, Affaires juridiques et Conformité

AVIS D'APPROBATION DE MODIFICATION

DISPOSITIONS RELATIVES AUX VENTES À DÉCOUVERT

Résumé

Avec prise d'effet le 27 août 2004, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, la Commission des valeurs mobilières de 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 ») ont approuvé les modifications suivantes aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») afin de prévoir :

- qu'une personne est réputée être « à découvert » à l'égard d'un titre si elle détient un droit visant l'acquisition de ce titre qui ne fera pas l'objet d'un règlement dans le délai de règlement habituel de trois jours suivant la date de l'opération;
- une dispense des restrictions en matière d'établissement du prix des opérations visant des titres de fonds négociés en bourse.

Résumé des modifications

- **Réalisation de l'acquisition de titres après le règlement de la vente subséquente**

La notion de base qui sous-tend une *vente à découvert* est que la personne qui saisit un ordre de vente d'un titre n'est pas propriétaire du titre qu'elle vend. Une personne est réputée « propriétaire » d'un titre si, entre autres :

- elle s'est engagée par contrat inconditionnel à acheter le titre mais ne l'a pas encore reçu;
- elle a déposé un autre titre pour l'échanger ou le convertir en un titre qui est visé par la vente;
- elle a levé une option lui permettant d'acquérir le titre;
- elle a exercé un droit ou un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre.

Avant les modifications, les RUIM prévoyaient qu'un vendeur ne serait pas réputé « propriétaire » d'un titre si :

- soit le vendeur avait emprunté le titre à remettre au règlement de la transaction et il n'est pas par ailleurs réputé être propriétaire du titre;
- soit le titre que le vendeur détient était assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières ou une exigence d'un marché.

Dans certains cas, il avait été suggéré qu'une personne devrait être réputée avoir les titres « en compte » même si la date d'émission des titres ou la clôture du contrat inconditionnel avait lieu après la date de règlement à l'égard de la transaction. Dans plusieurs de ces cas, la personne ne ferait pas réellement l'acquisition des titres pendant au moins un an. La modification prévoit qu'une personne serait réputée propriétaire d'un titre dans ces quatre cas énumérés seulement lorsque les titres dont cette personne fera l'acquisition seront réglés ou émis, dans le cours normal, au plus tard à la date à laquelle elle serait tenue de régler une vente sur un marché. Si la réalisation de l'acquisition de titres par une personne se produirait, dans le cours normal, après la date de règlement de la vente effectuée sur un marché, la vente sur le marché serait réputée une *vente à découvert* et la vente serait tenue d'être désignée comme telle et ne pourrait être réalisée moyennant un prix inférieur au dernier cours vendeur indiqué dans un affichage consolidé du marché.

- **Dispense des restrictions quant à l'établissement du prix des ventes à découvert de titres de fonds négociés en bourse**

La modification élargit la possibilité d'effectuer une vente « à découvert dispensée » à l'égard d'un titre qui est un *fonds négocié en bourse*. Les fonds négociés en bourse possèdent un certain nombre de caractéristiques qui les distinguent des autres titres inscrits ou cotés en bourse. En plus d'être négociés sur un marché, les titres d'un fonds négocié en bourse doivent être rachetables au gré du porteur conformément à une formule précisée dans le document relatif à l'organisme de placement collectif. Pour l'heure, les fonds négociés en bourse sont dotés d'une caractéristique supplémentaire, soit le fait qu'un « nombre déterminé » des parts peut être racheté ou échangé contre un « panier » des titres détenu par le fonds. Sous réserve de l'exigence que les titres des fonds doivent faire l'objet d'un « placement continu », les parts du fonds seront placées en continu à la valeur liquidative de chaque part du fonds (établie en fonction du cours des titres détenus par le fonds). Ces caractéristiques qui sont propres aux fonds négociés en bourse opèrent afin de maintenir le cours des parts du fonds à un « niveau équitable ». En soi, les fonds négociés en bourse ne sont pas susceptibles aux mêmes pressions manipulatrices qui peuvent découler d'une vente à découvert irrégulière d'autres titres.

Incidence des modifications

- **Définition d'une *vente à découvert***

L'adoption de la modification empêchera une personne de conclure une entente contractuelle visant l'acquisition d'un titre déterminé puis de réaliser la vente de ce titre selon des modalités habituelles de règlement sur un marché moyennant un prix inférieur au dernier cours vendeur si la date de clôture de l'acquisition des titres aux termes de l'entente

contractuelle tombe, dans le cours normal, après la date de règlement de la vente réalisée sur le marché. La modification garantit qu'une personne ne serait réputée avoir des titres « en compte » que si le vendeur était en mesure de régler la transaction à même ses avoirs.

- **Fonds négociés en bourse**

En conséquence de l'approbation des modifications, SRM désigne par les présentes à titre de *fonds négocié en bourse* chacun des dix-sept titres suivants qui sont inscrits à la cote de la Bourse de Toronto à compter de la date de l'approbation des modifications.

Nom de l'émetteur	Symbole
CP HOLDERS	HCH
iUnits Government of Canada 5 Year Bond (obligation du gouvernement du Canada 5 ans)	XGV
iUnits Government of Canada 10 Year Bond (obligation du gouvernement du Canada 10 ans)	XGX
Fonds de participation indice iUnits S&P/TSE 60	XIU
iUnits S&P 500 Index RSP Fund (titres boursiers américains entièrement admissibles aux RER)	XSP
iUnits S&P/TSX 60 Capped Index Fund (titres canadiens de grande capitalisation du Fonds de participation indice plafonné iUnits S&P/TSE 60)	XIC
iUnits MSCI International Equity RSP Fund (titres boursiers internationaux admissibles aux RER)	XIN
iUnits S&P/TSX Midcap Index Fund (titres canadiens de moyenne capitalisation)	XMD
iUnits S&P/TSX Capped Energy Index Fund (secteur canadien de l'énergie)	XEG
iUnits S&P/TSX Capped Financial Index Fund (secteur canadien des services financiers)	XFN
iUnits S&P/TSX Capped Gold Index Fund (secteur aurifère canadien)	XGD
iUnits S&P/TSX Capped Information Technology Fund (secteur canadien des technologies de l'information)	XIT
Fonds indiciel plafonné iUnits S&P/TSX Canadian REIT (fiducies de placement immobilier canadiennes)	XRE
Fonds indiciel composé S&P/TSX TD	TTF
Fonds indiciel composé S&P/TSX plafonné TD	TCF
Fonds indiciel de croissance canadienne sélect TD	TAG
Fonds indiciel de valeur canadienne sélect TD	TAV

À l'avenir, SRM envisagera la désignation d'autres titres qui deviendront des titres cotés en bourse ou des titres inscrits. L'intention de SRM serait que la désignation d'un tel titre s'effectuerait après consultation avec la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ou une autre autorité de réglementation des valeurs mobilières applicable. L'acceptation de la désignation par les autorités de réglementation des valeurs mobilières applicables constituerait une condition préalable à toute désignation d'un titre en tant que *fonds négocié en bourse*. D'autres facteurs dont tiendrait compte SRM sont les suivants :

- la liquidité ou le flottant public du titre (ou des titres sous-jacents qui composent le portefeuille de l'organisme de placement collectif);
- la question à savoir si les parts sont rachetables en tout temps contre un « panier » des titres sous-jacents en plus d'espèces;
- la question à savoir si un « panier » de titres sous-jacents peut être échangé en tout temps contre des parts du fonds;
- la question à savoir si le fonds est calqué sur un indice reconnu sur lequel des renseignements sont diffusés au public et généralement disponibles par l'entremise de la presse financière;
- la question à savoir si les titres dérivés fondés sur les parts du fonds, l'indice sous-jacent ou les titres sous-jacents sont inscrits à la cote d'un marché.

Aucun de ces cinq facteurs supplémentaires n'est déterminant en soi et la qualité de chaque titre est évaluée individuellement au fond avant qu'une demande ne soit faite à l'autorité de réglementation des valeurs mobilières applicable de donner son aval à la désignation.

Libellé des modifications

Le libellé des modifications aux Règles, tel qu'approuvé par les autorités de reconnaissance, est énoncé à l'annexe « A ». L'annexe « B » contient le texte des dispositions pertinentes des Règles telles qu'elles se lisent suivant l'adoption des modifications et les changements par rapport à la proposition originale énoncée dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-012 daté du 23 avril 2004 sont soulignés.

Réponses à l'Avis de consultation

Les lettres de commentaires que SRM a reçues en réponse à l'Avis de consultation à l'égard des modifications proposées énoncées à l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-012 et la réponse formulée par SRM à ces commentaires sont résumées à l'annexe « B ».

Questions

Les questions concernant le présent avis peuvent être adressées à la personne suivante :



M^e James E. Twiss,
Avocat principal en matière de politique
Bureau de la politique relative au marché et du Contentieux,
Services de réglementation du marché inc.,
Bureau 900,
C.P. 939,
145, rue King Ouest,
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Téléphone: (416) 646-7277

Télécopieur : (416) 646-7265

Courriel : james.twiss@rs.ca

ROSEMARY CHAN

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

Annexe « A »

Règles universelles d'intégrité du marché

Modifications se rapportant aux ventes à découvert

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

1. La règle 1.1 est modifiée par l'ajout de la définition suivante de *fonds négocié en bourse* :
fonds négocié en bourse Fonds commun de placement
 - a) dont les parts, à la fois :
 - (i) sont constituées d'un titre inscrit ou d'un titre coté en bourse,
 - (ii) font l'objet d'un placement continu conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables;
 - b) désigné comme tel par l'autorité de contrôle du marché.

2. La règle 1.1 est modifiée par l'ajout à la définition de *vente à découvert* du sous-alinéa h) :
 - h) la date de règlement ou d'émission relativement :
 - (i) à un contrat d'achat inconditionnel,
 - (ii) au dépôt d'un titre pour le convertir ou l'échanger,
 - (iii) à la levée d'une option,
 - (iv) à l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscriptionserait, dans le cours normal, postérieure à la date en vue du règlement de la vente.

3. L'alinéa (2) de la règle 3.1 est modifié par l'ajout du sous-alinéa g) suivant :
 - g) une transaction visant les titres d'un fonds négocié en bourse.

Annexe « B »

**Commentaires reçus à l'égard des modifications proposées
se rapportant aux ventes à découvert**

Le 23 avril 2004, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-012 sollicitant des commentaires à l'égard de modifications proposées aux RUIM se rapportant aux ventes à découvert. En réponse à cet Avis relatif à l'intégrité du marché, SRM a reçu des commentaires de la part des personnes suivantes :

Barclays Global Investors Canada Limited (« BGI »)
BMO Nesbitt Burns Inc. (« BMO »)
Services financiers Penson Canada Inc. (« Penson »)
Raymond James Ltd. (« Raymond James »)
RBC Dominion valeurs mobilières Inc. (« RBC Investissements »)
Valeurs mobilières TD Inc. (« TD Newcrest »)

Le tableau suivant donne un récapitulatif des commentaires reçus ainsi que la réponse de SRM à ces commentaires. Le tableau ne résume que les commentaires reçus qui se rapportent directement aux modifications proposées et fournit les réponses de SRM aux commentaires, le cas échéant. Des commentaires supplémentaires se rapportant à la réglementation des ventes à découvert aux États-Unis n'ont pas été inclus. La colonne 1 du tableau indique également les révisions apportées aux modifications telles que publiées le 23 avril 2004 qui sont proposées par SRM en réponse aux commentaires.

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées telles que révisées	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
<p>1.1 Définitions</p> <p><i>fonds négocié en bourse</i> Fonds commun de placement</p> <p>a) dont les parts, à la fois :</p> <p>(i) sont constituées d'un titre inscrit ou d'un titre coté en bourse,</p> <p>(ii) font l'objet d'un placement continu conformément aux lois sur les valeurs mobilières applicables;</p> <p>b) désigné comme tel par l'autorité de contrôle du marché.</p>	<p>BGI – A indiqué que l'évolution à l'avenir à l'égard de la forme que prendront les fonds négociés en bourse rend impossible la définition précise de l'expression et elle a indiqué que la désignation par SRM constitue une méthode convenable d'établir si un titre constitue un fonds négocié en bourse.</p>	<p>SRM se dit d'accord avec le commentaire. Initialement, SRM désignera les 17 titres précisés dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-012, soit l'ensemble des fonds négociés en bourse qui sont présentement inscrits à la cote en vue d'une négociation. Tel qu'il a été observé dans l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2004-012, toute désignation ne sera effectuée qu'avec l'aval des autorités de réglementation des valeurs mobilières applicables. Actuellement, SRM a cerné les facteurs suivants qui seraient pris en ligne de compte dans le cadre d'une</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées telles que révisées	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
		<p>telle prise de décision :</p> <ul style="list-style-type: none"> • la liquidité ou le flottant public du titre (ou des titres sous-jacents qui composent le portefeuille de l'organisme de placement collectif); • la question à savoir si les parts sont rachetables en tout temps contre un « panier » des titres sous-jacents en plus d'espèces; • la question à savoir si un « panier » de titres sous-jacents peut être échangé en tout temps contre des parts du fonds; • la question à savoir si le fonds est calqué sur un indice reconnu sur lequel des renseignements sont diffusés au public et généralement disponibles par l'entremise de la presse financière; • la question à savoir si les titres dérivés fondés sur les parts du fonds, l'indice sous-jacent ou les titres sous-jacents sont inscrits à la cote d'un marché.
<p>1.1 Définitions</p> <p><i>vente à découvert</i> Vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire, et, à cette fin, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre si, selon le cas :</p> <ol style="list-style-type: none"> il a acheté le titre ou s'est engagé à le faire par contrat inconditionnel, mais ne l'a pas encore reçu; il a déposé un autre titre pour le convertir ou l'échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre; il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et a levé l'option; il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription; il vend un titre qui peut être négocié avant son émission et il s'est engagé par contrat, contraignant pour les deux parties et conditionné uniquement par l'émission ou le placement du titre, à acheter ce titre, cependant, un vendeur n'est pas réputé être 	<p>BGI et TD Newcrest – Ont indiqué leur appui à l'égard de la modification proposée à la définition de <i>vente à découvert</i>.</p> <p>BMO – A exprimé une préoccupation comme quoi l'exigence que la levée d'une option d'achat d'actions « soit réglée » avant qu'une personne soit réputée être propriétaire d'un titre rendrait la dispense inefficace. Elle convient pour dire qu'il existe des moments où la remise d'un titre en conséquence de l'option sera retardée en raison des retards de la part de l'agent des transferts ou de la liquidité réduite. BMO a suggéré que la fourniture de directives de concert avec la remise de la documentation relative à la levée ainsi que le paiement devraient constituer un règlement aux fins de cette modification.</p>	<p>La modification proposée est destinée à aborder les risques inhérents en matière de règlement lorsqu'une partie exécute la vente d'un titre dans des cas où le titre n'est pas disponible en vue d'une remise dans le cadre du règlement de la transaction. La modification précise la définition d'une vente à découvert en indiquant qu'une vente devrait être réputée à découvert lorsque le participant ou la personne ayant droit d'accès qui participe à la saisie de l'ordre de vente sait que les titres qui seront acquis ne seront pas disponibles en vue d'une remise afin de régler la vente.</p> <p>Si un participant ou une personne ayant droit d'accès sait, en se fiant aux pratiques commerciales habituelles des agents des transferts, des fiduciaires des sociétés ou des autres intermédiaires financiers, que la cession d'un titre, une remise en vue de la conversion ou de</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées telles que révisées	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
<p>f) propriétaire d'un titre dans les cas suivants : le vendeur a emprunté le titre à remettre au règlement de la transaction et il n'est pas par ailleurs réputé être propriétaire du titre au sens de la présente définition;</p> <p>g) le titre que le vendeur détient est assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières applicables, une bourse ou un SCDO à titre de condition à l'inscription;</p> <p>h) la date de règlement ou d'émission relativement : (i) à un contrat d'achat incondiionnel, (ii) au dépôt d'un titre pour le convertir ou l'échanger, (iii) à la levée d'une option, (iv) à l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription est serait, dans le cours normal, postérieure à la date de en vue du règlement de la vente.</p>	<p>Person – A exprimé une inquiétude comme quoi la modification proposée à la définition de <i>vente à découvert</i> pourrait avoir une incidence défavorable sur le recours à des contrats à terme visant un titre déterminé aux fins de couverture.</p> <p>Raymond James – Était d'accord en principe avec la modification proposée mais a exprimé une préoccupation concernant les obligations de conformité et de supervision qui seront imposées aux courtiers afin</p>	<p>l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription ou de la levée d'une option ne sera pas consignée au registre de la société de l'émetteur jusqu'au moment qui suit la date de règlement de la vente, la vente devrait être réputée « à découvert ».</p> <p>Si le participant ou la personne ayant droit d'accès qui participe à la vente a connaissance du fait que toutes les mesures nécessaires ont été prises en vue de garantir que les titres sous-jacents qui font l'objet de la vente seront émis et, dans le cours normal, qu'ils seront émis au plus tard à la date de règlement de la vente, la vente ne sera pas réputée une <i>vente à découvert</i>. SRM se proposerait de réviser la modification proposée afin d'inclure la notion de « dans le cours normal ».</p> <p>La modification avait pour objectif de garantir qu'il existait un lien direct entre la propriété du titre et la faculté d'entreprendre une vente à un cours inférieur au dernier cours vendeur. La propriété d'un contrat à terme visant un titre déterminé assorti d'une date d'échéance à un moment donné dans un avenir « lointain » signifie qu'une vente doit être réglée par l'emprunt de titres. De l'avis de SRM, la propriété du contrat à terme est assimilable au fait d'être partie à un contrat à livrer à long terme ou à une convention d'émission d'actions et le titulaire du contrat à terme ne devrait pas être réputé détenir le titre « en compte » sauf si la date d'échéance du contrat à terme est identique à la date de règlement d'une vente. Actuellement, la Corporation Nortel constitue le seul titre à l'égard duquel il existe un contrat à terme coté en bourse et visant un titre déterminé au Canada. La liquidité de Nortel est telle que des restrictions en matière d'établissement du prix sur une vente à découvert ne devraient pas avoir d'incidence sur la faculté de couvrir une position détenue à l'égard d'un contrat à terme.</p> <p>La modification n'est pas destinée à imposer des obligations supplémentaires aux participants visant à garantir que les clients sont en mesure de remettre les titres vendus avant la date de règlement d'une vente.</p>

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées telles que révisées	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
	<p>de garantir que les clients sont en mesure de remettre des actions au plus tard à la date de règlement. Raymond James a indiqué qu'elle estimait que SRM devrait publier des lignes directrices énonçant ce à quoi on s'attendrait des courtiers en conséquence de la modification.</p>	<p>Présentement, lorsqu'un participant traite la vente d'un titre qui n'est pas détenu au nom du participant ou par ailleurs en dépôt auprès du participant, ce dernier doit évaluer le risque de solvabilité et le risque relié au règlement qui sont associés à une telle vente. En conséquence de la modification, un participant doit, dans le cadre de cette évaluation, établir si les titres seraient disponibles et il a le droit de se fier aux normes sectorielles se rapportant aux règlements des transactions, aux délais de réalisation à l'égard de l'exercice de droits ou de bons de souscription ou de la levée d'options, ou l'émission de titres en conséquence de la remise d'un titre en vue d'une conversion.</p> <p>SRM a l'intention de préciser l'application de la règle dans un Avis relatif à l'intégrité du marché qui doit être publié de concert avec la mise en œuvre de la modification.</p>
	<p>RBC Investissements – A exprimé une préoccupation comme quoi les participants pourraient violer les RUIIM lorsque le participant, se fiant à sa croyance qu'un achat, qu'une conversion, qu'un exercice ou qu'une levée feront l'objet d'un règlement avant la date de règlement en vue de la vente, ne désigne pas une vente comme vente « à découvert » et l'achat, la conversion, l'exercice ou la levée sur lequel il se fie échoue.</p>	<p>(Voir la réponse au commentaire de BMO ci-dessus.)</p> <p>La modification proposée n'impose pas d'obligation absolue à la partie qui vend de garantir que le transfert, la conversion ou le règlement se produise avant la date de règlement de la vente mais exige uniquement que la partie qui vend ait un motif raisonnable de croire que la transaction, l'exercice, la levée ou la conversion sera réglé avant la date de règlement de la transaction. Lorsque la transaction (ou la conversion, l'exercice ou la levée), dans le cas où le vendeur doit faire l'acquisition des titres, échoue pour des motifs non imputables à la faute du vendeur, ce dernier ne sera pas réputé avoir violé les RUIIM.</p>
<p>3.1 Restrictions applicables aux ventes à découvert (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:</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 	<p>BGI, Penson et TD Newcrest – Ont indiqué qu'elles étaient d'accord avec la dispense des fonds négociés en bourse des restrictions relatives aux prix des ventes à découvert.</p>	
	<p>Raymond James – A indiqué qu'elle estimait que les fonds négociés en bourse n'étaient pas susceptibles de manipulation en conséquence des ventes à découvert et a convenu que les transactions à découvert mettant en cause les titres de tels fonds devraient être</p>	

Libellé des dispositions suivant l'adoption des modifications proposées telles que révisées	Auteur et résumé du commentaire	Réponse au commentaire
<p>que le vendeur sache ou ait des motifs raisonnables de croire qu'il existe une offre lui permettant de couvrir cette vente, et qu'il ait l'intention de l'accepter immédiatement;</p> <p>d) effectuée pour le compte d'un teneur de marché des instruments dérivés et :</p> <p>(i) d'une part, conformément aux obligations de tenue de marché du vendeur à l'égard du titre ou d'un titre connexe,</p> <p>(ii) d'autre part, pour couvrir une position préexistante sur le titre ou un titre connexe;</p> <p>e) la première vente du titre sur un marché effectuée ex-dividendes, ex-droits ou ex-distribution et que le prix n'est pas inférieur au dernier cours vendeur, déduction faite de la valeur en espèces du dividende, du droit ou de toute autre distribution;</p> <p>f) le résultat, selon le cas :</p> <p>(i) d'un ordre au cours du marché,</p> <p>(ii) d'un ordre au dernier cours,</p> <p>(iii) d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume;</p> <p>g) une transaction visant les titres d'un fonds négocié en bourse.</p>	<p>dispensées des restrictions quant au cours.</p>	