

Avis 25-306 du personnel des ACVM

Mise à jour sur la vente à découvert activiste

Le 8 décembre 2022

Partie 1. Introduction

Le 3 décembre 2020, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (**ACVM** ou **nous**) ont publié le Document de consultation 25-403 des ACVM, *La vente à découvert activiste* (le **document de consultation**) pour une période de 90 jours. Le document de consultation avait pour objet de favoriser la discussion sur la vente à découvert activiste et son incidence potentielle sur les marchés des capitaux canadiens. Nous remercions les intervenants qui nous ont transmis 23 mémoires en réponse à celui-ci. Un résumé des commentaires, accompagné de nos réponses, figure à l'**annexe A**. Depuis la publication du document de consultation, nous avons également mené des discussions et des consultations de manière informelle avec divers comités consultatifs réglementaires et groupes sectoriels. Nous suivons de près l'évolution de la situation internationale en matière de vente à découvert, notamment en ce qui concerne directement la vente à découvert activiste.

Partie 2. Résumé

Nos consultations et les commentaires reçus en réponse au document de consultation démontrent bien la perception négative toujours associée à la vente à découvert activiste et à la vente à découvert en général, surtout chez les émetteurs ciblés par les récentes campagnes. Certains intéressés sont d'avis qu'il faut envisager la modification des obligations réglementaires afin de s'attaquer aux problèmes perçus de la vente à découvert, dont la vente à découvert activiste. Des intervenants reconnaissent que la vente à découvert activiste comporte des aspects positifs, dont son apport à la formation des cours.

Nous reconnaissons que la mauvaise perception de la vente à découvert se maintient et que certains intéressés sont préoccupés par le cadre réglementaire la régissant actuellement. Nous publions aussi aujourd'hui l'Avis conjoint 23-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM, *La vente à découvert au Canada* (l'**Avis conjoint 23-329**) pour solliciter des commentaires sur les enjeux généraux de la vente à découvert et le cadre réglementaire actuel. Les commentaires reçus orienteront les projets réglementaires futurs sur la question.

En parallèle, le personnel des ACVM, par l'entremise de ses comités existants, continue de surveiller et d'analyser les projets liés à la vente à découvert activiste et à la vente à découvert en général afin de repérer les brèches à colmater dans le cadre réglementaire pour garantir la protection des investisseurs et promouvoir l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux. En particulier, il prend les mesures suivantes :

- continuer d'appliquer les dispositions de la législation en valeurs mobilières pertinentes aux activités auxquelles s'adonnent les vendeurs à découvert activistes malhonnêtes, notamment la communication d'information fautive ou trompeuse, la fraude et la manipulation du marché;
- surveiller le nombre de campagnes de ventes à découvert activistes et en analyser les tendances et les statistiques;

- examiner les plaintes en matière de vente à découvert activiste et se pencher sur les possibles manipulations dans le cours normal des activités;
- surveiller les autres initiatives canadiennes, particulièrement l'étude sur les transactions échouées que mène l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**) pour déterminer si les constatations plaident en faveur de projets réglementaires pouvant avoir des répercussions sur la vente à découvert activiste;
- suivre de près les initiatives internationales en matière de vente à découvert.

Partie 3. Faits nouveaux

Il y a eu des nouveautés en matière de vente à découvert et de vente à découvert activiste depuis la publication du document de consultation. Nous en traitons ci-après et les analysons plus en détail dans l'Avis conjoint 23-329.

a. Étude de l'OCRCVM sur les transactions échouées

Comme il l'a indiqué dans ses priorités publiques¹, l'OCRCVM a réalisé une étude sur les transactions échouées dans le cadre de laquelle il a analysé les données fournies par La Caisse canadienne de dépôt de valeurs (**CDS**) pour examiner minutieusement le processus de règlement et le traitement des défauts de règlement en vue de déterminer si des problèmes systémiques existent. La dernière fois que l'OCRCVM a étudié les défauts de règlement remonte à 2007, mais il ne disposait alors que de peu de données. Il a mis à jour cette étude à l'aide de données récentes couvrant une période de cinq ans, en partie pour réévaluer les résultats obtenus lors de l'étude précédente et pour déterminer si un lien peut être établi entre les transactions échouées et la vente à découvert ou une autre cause d'ordre administratif. L'Avis conjoint 23-329 présente un aperçu général des résultats de l'étude. L'Avis de l'OCRCVM 22-0190, aussi publié aujourd'hui, donne des détails supplémentaires.

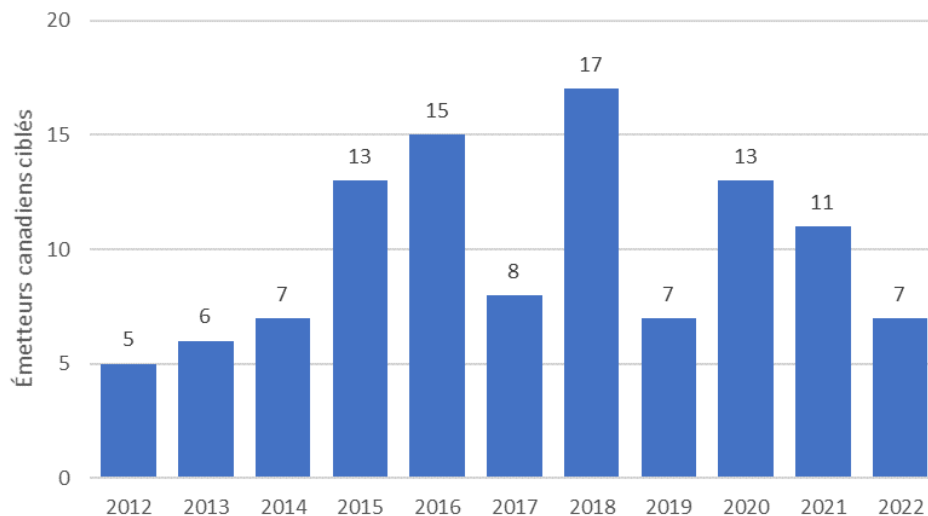
b. Activité de vente à découvert activiste récente

La figure 1 présente le nombre annuel d'émetteurs canadiens ciblés par de grands vendeurs à découvert activistes de 2012 à 2021². En date du 7 octobre 2022, sept émetteurs canadiens avaient été la cible de campagnes de vendeurs à découvert activistes depuis le début de l'année. Au cours de la même période, 50 émetteurs des États-Unis ont aussi été ciblés.

¹ <https://www.ocrcvm.ca/nouvelles-et-publications/avis-et-notes-dorientation/priorites-de-locrcvm-pour-lexercice-2021>.

² Données provenant d'Activist Insight et d'émetteurs choisis en fonction de l'emplacement de leur siège.

Figure 1 – Nombre annuel d'émetteurs canadiens ciblés par des vendeurs à découvert activistes (le nombre pour 2022 est en date du 7 octobre 2022)



Si on compare ces statistiques au nombre total d'émetteurs inscrits au Canada, nous constatons que moins de 1 % de l'ensemble des émetteurs canadiens ont été la cible de campagnes de vendeurs à découvert activistes chaque année³, contre 3 % aux États-Unis et moins de 0,5 % en Australie.

Partie 4. Thèmes abordés dans le document de consultation

a. Intervenants

En réponse au document de consultation, nous avons reçu 23 mémoires des intervenants suivants :

- sept émetteurs⁴;
- quatre cabinets d'avocats à services complets, spécialisés en droit des affaires;
- sept groupes sectoriels;
- une bourse de valeurs;
- une société de gestion d'actifs;
- un courtier en placement;
- une société fournissant des conseils financiers;
- une personne physique.

Le résumé des commentaires, accompagnés des réponses des ACVM, figure à l'annexe A. Nous n'avons reçu aucun commentaire de représentants d'investisseurs individuels dans le cadre du processus de

³ Analyse par les ACVM des cibles des vendeurs à découvert activistes établies par Activist Insight et nombre d'émetteurs inscrits établi annuellement par la World Federation of Exchanges pour la période de 2010 à 2021.

⁴ La British Columbia Securities Commission est l'autorité principale de quatre de ces émetteurs, alors que l'Alberta Securities Commission, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et la Commission des valeurs mobilières du Manitoba sont chacune l'autorité principale des trois autres.

consultation publique et de nos communications avec des groupes d'investisseurs individuels⁵. De la même façon, nous n'avons reçu aucun commentaire de la part de vendeurs à découvert activistes, quoique la société de gestion d'actifs ayant transmis un mémoire a laissé savoir qu'elle avait déjà participé à des campagnes de ventes à découvert activistes par le passé.

b. Thèmes ressortis des commentaires reçus

Le document de consultation était axé sur des enjeux déterminés à la suite de recherches effectuées par le personnel des ACVM et sollicitait les commentaires des parties intéressées sur des questions précises, appuyés par des éléments probants, si possible. Nous cherchions ainsi à documenter notre analyse sur le sujet et à faire en sorte de disposer de toute l'information pertinente avant de décider si une intervention réglementaire s'impose. Parmi les sujets traités dans le document de consultation figurent les suivants :

- la nature et l'étendue de l'activité de vente à découvert activiste au Canada;
- le cadre réglementaire canadien et international;
- les problèmes liés aux mesures de sanction et aux autres mesures correctives potentielles.

Plusieurs thèmes sont ressortis des commentaires reçus en réponse au document de consultation :

- i) l'utilisation des médias sociaux;
- ii) la perception et les faits;
- iii) le régime réglementaire des ventes à découvert;
- iv) la nécessité d'introduire des changements réglementaires.

Chacun de ces thèmes est abordé ci-après.

i) Utilisation des médias sociaux

Même si le document de consultation ne traitait pas expressément de l'incidence des médias sociaux ou d'autres plateformes de diffusion d'information sur les marchés des capitaux, des intervenants ont soulevé des préoccupations concernant leur utilisation.

Nous reconnaissons que les médias sociaux ont façonné un environnement où les investisseurs, entreprises, courtiers, conseillers et autres intermédiaires ont accès à une quantité sans précédent d'information, qu'elle soit véridique ou fausse. La vitesse de transmission de l'information et de réaction à celle-ci, ainsi que les questions quant à son exactitude et à sa fiabilité soulèvent de sérieuses préoccupations. Les ACVM constatent que l'utilisation des médias sociaux pour publier de l'information

⁵ Nous avons constaté que, bien qu'il ait été publié aux fins de consultation, le document de consultation a également été distribué aux membres du Groupe consultatif des investisseurs de la CVMO lors de leur réunion de janvier 2021, peu après sa publication, mais n'a donné lieu à aucun commentaire.

ou des conseils dans le marché⁶ peut présenter des défis et prier les investisseurs d'en vérifier la source avant de prendre une décision de placement⁷.

Des intervenants ont fait écho à ces préoccupations, surtout en ce qui concerne la vitesse des technologies de communication actuelles, qui peuvent détruire la réputation et nuire à la valeur d'un émetteur avant que celui-ci ait eu le temps de réagir. Certains intervenants se sont aussi exprimés sur la nécessité d'obliger légalement les plateformes de médias sociaux à conserver toute preuve aux fins d'examen ou d'identification, surtout lorsque le vendeur à découvert activiste se cache derrière un pseudonyme⁸. On notera aussi que des intervenants ayant une perception défavorable des vendeurs à découvert activistes n'estimaient pas que les gestes posés par les activistes anonymes étaient plus problématiques que ceux des activistes connus.

Nous reconnaissons que les plateformes de médias sociaux constituent une importante source d'information dans les marchés d'aujourd'hui. Nous remarquons aussi que des défis se posent en matière d'accès aux données de certaines plateformes et d'analyse des données non structurées des médias sociaux en vue d'isoler clairement les vendeurs à découvert activistes des utilisateurs qui ne font qu'exprimer un avis défavorable. Nous constatons que les participants du secteur entendent surveiller plus étroitement les plateformes en ligne, notamment pour des questions de gestion du risque et de relation avec les investisseurs. Des outils de surveillance standards et personnalisés en voie de développement devraient offrir la possibilité d'analyser les médias sociaux. Des émetteurs commencent à surveiller activement les commentaires publiés sur les plateformes de médias sociaux, dont ceux des vendeurs à découvert activistes, et pourraient répondre à ceux qui sont défavorables⁹. L'OCRCVM a également fait savoir que sa stratégie de surveillance prévoit un balayage sommaire du contenu des médias sociaux, même lorsqu'aucune nouvelle pertinente ne peut expliquer une activité inhabituelle sur le marché¹⁰.

⁶ Voir [l'Avis 51-348 du personnel des ACVM, Examen de l'utilisation des médias sociaux par les émetteurs assujettis](#), et [l'Avis 51-356 du personnel des ACVM, Activités promotionnelles problématiques des émetteurs](#).

⁷ Voir la déclaration conjointe des ACVM et de l'OCRCVM du 1^{er} février 2021 concernant la récente volatilité des marchés : « Nous mettons en garde les investisseurs et leur rappelons de bien vérifier la source d'information et les conseils sur lesquels ils se fondent pour prendre leurs décisions de placement. Les sites de clavardage en ligne ne sont pas réglementés et pourraient relayer de l'information inexacte ou ne convenant pas à certains investisseurs. Les investisseurs devraient toujours vérifier l'inscription de toute personne ou entreprise qui tente de leur vendre un produit de placement ou de leur fournir des conseils en placement. Pour ce faire, ils peuvent consulter le site au <https://sontilsinscrits.ca> ou la base de données de l'OCRCVM sur les conseillers travaillant pour des sociétés réglementées par l'OCRCVM. »

⁸ Un intervenant est même allé jusqu'à recommander que des restrictions sévères s'appliquent à la capacité des vendeurs à découvert activistes de faire de la promotion auprès du public par l'entremise des médias et des outils de communication. (Par exemple, il ne devrait pas être permis aux vendeurs à découvert de s'afficher à la télévision.)

⁹ Consulter par exemple l'article intitulé *How to deal with rumors on social media* (en anglais seulement) à l'adresse <https://content.irmagazine.com/story/ir-magazine-summer-2021/page/19>.

¹⁰ L'OCRCVM examine les indicateurs liés aux publications sur les médias sociaux, comme les analyses de l'engouement et des sentiments, que produisent de tiers fournisseurs de données (Eikon et Bloomberg), mais n'est pas encore pleinement convaincu de leur efficacité. L'équipe de surveillance mise également sur les méthodes de recherche manuelle de sites Web bien connus comme stockhouse.com, AKN (pour l'exploration de données, ou *data mining* en anglais), StockTwits et Seeking Alpha.

Les comportements problématiques constatés dans l'utilisation des médias sociaux ou d'autres plateformes en ligne ne sont pas propres à la vente à découvert activiste; la tendance s'observe aussi ailleurs sur le marché. Des émetteurs, des investisseurs et des activistes (qu'ils soient en position acheteur ou vendeur) misent de plus en plus sur les plateformes en ligne pour faire valoir leurs points de vue (ou promouvoir leur opinion/leurs idées). Contrairement aux émetteurs et à certains actionnaires visés par des obligations prévues par la législation en valeurs mobilières concernant les positions acheteur, les vendeurs à découvert activistes n'ont pas de cadre réglementaire à respecter. Les obligations réglementaires applicables à la vente à découvert activiste se résument aux dispositions générales qui s'appliquent à l'ensemble des participants au marché, dont l'interdiction de se livrer à des activités frauduleuses et à des pratiques de manipulation du marché, de répandre de l'information fautive ou trompeuse et d'effectuer des opérations sur la base d'information importante inconnue du public. Nous reconnaissons que cette situation est susceptible d'induire une perception de déséquilibre sur le plan de l'encadrement réglementaire. Nous soulignons toutefois que la réglementation de la communication d'information au public par l'émetteur vise à corriger l'asymétrie qui pourrait exister entre l'information qui circule sur le marché et celle dont disposent les initiés à l'égard de l'émetteur ainsi qu'à aider à établir un juste prix pour les titres. Les vendeurs à découvert activistes n'ont généralement pas accès à de l'information non publique.

Cela dit, des projets comme les modifications récentes du *Securities Act* de la Colombie-Britannique et le projet de paragraphe 94(1), *Déclarations et renseignements faux ou trompeurs au sujet d'émetteurs assujettis*, du projet ontarien de *Loi sur les marchés financiers* pourraient contribuer à endiguer le risque de diffusion de déclarations fausses ou trompeuses, viseraient celles qui sont diffusées par l'entremise des médias sociaux et s'appliqueraient aussi aux déclarations des vendeurs à découvert activistes. La question est traitée plus en détail ci-après.

ii) La perception et les faits

Nous avons publié, dans le document de consultation, les résultats de la recherche du personnel des ACVM sur la vente à découvert activiste. La recherche ne nous a pas permis de déceler que ces activités entraînent des abus de marché à grande échelle, et c'est pourquoi nous avons demandé aux intervenants de nous fournir de nouvelles sources de renseignements ou de données pouvant servir à prouver qu'un abus systémique en découle.

Selon les commentaires que vous avons reçus, nous sommes d'avis que nous avons épluché toutes les sources d'information pertinentes dans le cadre de notre recherche. Cependant, des intervenants ont signalé que des parties intéressées telles que des émetteurs, des cabinets d'avocats et des groupes sectoriels reliés conservent toujours une perception défavorable de la vente à découvert activiste, plusieurs étant d'avis que ce type d'activité est associé à des comportements problématiques et que d'autres mesures réglementaires sont nécessaires. D'autres participants au marché ont toutefois relevé les aspects avantageux de la vente à découvert activiste. Ils ont reconnu que les vendeurs à découvert activistes peuvent jouer un important rôle de contrepoids face à la grande quantité d'information promotionnelle diffusée sur le marché et pourraient même constituer l'unique voix recommandant une « vente » si leur recherche le justifie. Ils ont également invoqué le manque de preuve d'activité problématique pour justifier leur opposition à l'introduction de mesures réglementaires et nous ont prévenus que de nouvelles mesures risqueraient de nuire aux activités légitimes et aux marchés.

Nous convenons que, si des mesures réglementaires sont envisagées, celles-ci devraient être liées à la preuve de comportements problématiques de la part des vendeurs à découvert activistes et que les répercussions possibles sur les activités devraient être prises en compte, notamment les conséquences imprévues sur l'efficacité du marché et le processus de formation des cours.

Les ACVM ont accès à de l'information sur les campagnes de vente à découvert activiste. Nous pourrions envisager d'apporter des modifications à la réglementation si leur nécessité était établie.

iii) Le régime réglementaire de la vente à découvert

De nombreux mémoires traitaient principalement du régime de vente à découvert en général et certaines des préoccupations exprimées ne concernaient pas expressément les enjeux de la vente à découvert activiste soulevés dans le document de consultation¹¹. Voici quelques-uns des commentaires qui ont été formulés :

- ils sont préoccupés par la perception entourant la vente à découvert sans livraison et estiment nécessaire d'imposer des obligations d'emprunt préalable;
- la vente à découvert dans le cadre de placements par voie de prospectus ou de placements privés pourrait causer un préjudice;
- ils considèrent que le retrait du critère relatif à la variation du cours¹², en 2012, a eu des répercussions négatives et recommandent l'adoption d'une réglementation similaire à la règle modifiée sur les variations du cours de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis¹³;
- la déclaration des positions de vente à découvert et de l'identité de leurs détenteurs ainsi que la fréquence des déclarations sont inadéquates (contrairement au modèle de l'Union européenne ou à celui de l'Australie).

Nous prenons acte des préoccupations soulevées. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les ACVM et l'OCRCVM publient l'Avis conjoint 23-329 pour solliciter des commentaires sur les grands enjeux de la

¹¹ Plusieurs intervenants ont également commenté les recommandations contenues dans le rapport du Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario (le **Groupe de travail**) au sujet de la vente à découvert, disponible à l'adresse <https://www.ontario.ca/fr/document/groupe-de-travail-sur-la-modernisation-relative-aux-marches-financiers-rapport-final-janvier-2021>, qui portent sur les obligations d'emprunt préalable (recommandation à l'OCRCVM de réviser les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) pour exiger qu'un courtier en valeurs mobilières confirme qu'il est possible d'emprunter des valeurs mobilières avant d'accepter un ordre de vente à découvert); le rachat d'office forcé (recommandation d'assujettir le vendeur à découvert à un rachat d'office forcé si une vente à découvert n'est pas réglée, l'exigence de rachat d'office forcé étant déclenchée à la date de règlement + deux jours) et l'imposition de restrictions en ce qui a trait à la vente à découvert dans le cadre d'émissions par voie de prospectus et de placements privés (recommandation à la CVMO d'adopter une règle interdisant aux participants au marché et aux investisseurs qui ont déjà vendu des titres à découvert d'acquiescer ces mêmes titres alors qu'ils sont visés par un prospectus ou des placements privés).

¹² Le critère relatif à la variation du cours se rapportait à une exigence antérieure des RUIM prévoyant l'interdiction d'effectuer une vente à découvert à un prix moindre que le dernier cours vendeur du titre.

¹³ La *Rule 201* de la SEC oblige généralement les marchés à établir, maintenir et appliquer des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour prévenir l'exécution ou l'affichage d'une vente à découvert à un prix inadmissible en cas d'interruption de la négociation d'un titre déclenchée par une chute d'au moins 10 % de son cours en une journée (en fonction du cours de clôture de la veille). Dès que l'interruption prévue par la *Rule 201* est déclenchée, la restriction selon le critère quant au cours s'applique aux ordres de vente à découvert visant le titre pour le reste de la journée et le jour suivant, sauf exception.

vente à découvert et le régime réglementaire actuel. Tout projet réglementaire qui pourrait en découler, qu'il émane de l'OCRCVM ou des ACVM, serait soumis aux processus de consultation publique et d'approbation habituels.

iv) Nécessité d'apporter des modifications réglementaires

Dans les commentaires formulés en réponse au document de consultation, les intervenants expriment des opinions variées sur la nécessité d'apporter des modifications réglementaires. Certains défendent l'idée d'un vaste chantier de réformes de la réglementation en matière de vente à découvert (comme il en est question ci-dessus), alors que d'autres penchent davantage pour des changements progressifs et ciblés, preuves à l'appui. D'autres encore sont plutôt d'avis que le statu quo suffit. Nous avons constaté que certains participants au marché (essentiellement des émetteurs, des associations sectorielles reliées et quelques cabinets d'avocats) sont davantage favorables au changement. Les modifications proposées sont indiquées ci-après.

Dans le document de consultation, nous demandions si :

- des faits nouveaux sur le marché pouvaient justifier la révision du cadre réglementaire;
- il existait un lien entre les transactions échouées et les ventes à découvert activistes;
- il existait des exigences réglementaires pertinentes dans d'autres territoires qu'il serait souhaitable d'examiner.

Dans les réponses fournies, l'influence des médias sociaux occupe une place importante parmi les faits nouveaux observés sur le marché. Nous reconnaissons la nécessité de surveiller l'incidence des médias sociaux sur les marchés des capitaux.

Bon nombre d'intervenants sont aussi d'avis qu'une étude approfondie des transactions échouées devrait être menée, mais n'ont pas fait de rapprochement entre les transactions échouées et l'activité de vente à découvert activiste problématique. Comme nous l'avons indiqué à la partie 3 ci-dessus, l'OCRCVM a mené une nouvelle étude sur les transactions échouées dont les résultats sont résumés dans l'Avis conjoint 23-329 et l'Avis de l'OCRCVM 22-0190 publiés aujourd'hui.

Nous présentons ci-après les propositions contenues dans les mémoires reçus en réponse au document de consultation portant sur les préoccupations relatives à la vente à découvert activiste et indiquons aussi certains défis ou sujets devant faire l'objet d'une étude plus approfondie.

c. Indications

Plusieurs intervenants, dont certains voient la vente à découvert activiste d'un bon œil, ont fait remarquer que des indications ou des pratiques exemplaires pourraient être utiles au marché pour reconnaître ce qui peut constituer une activité problématique. Il s'agit d'une approche similaire à celle qu'a adopté l'Australian Securities and Investment Commission (ASIC) dans le feuillet d'information qu'elle a publié s'intitulant *INFO 255, Activist short selling campaigns in Australia*. On y décrit notamment le cadre réglementaire australien actuel en matière de vente à découvert et recommande des « pratiques exemplaires » (« *better practices* ») pour les vendeurs à découvert activistes¹⁴.

¹⁴ Publié sur le site <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/short-selling/activist-short-selling-campaigns-in-australia/> (en anglais seulement).

En ce qui concerne la publication d'indications sur la vente à découvert activiste, nous soulignons que les indications sont habituellement liées à une norme canadienne ou une règle et qu'il n'en existe actuellement aucun régissant la conduite des vendeurs à découvert activistes (comme il est indiqué ci-dessus, aucune obligation réglementaire ne les vise expressément). Nous envisagerions la publication des indications jugées nécessaires dans l'éventualité où des obligations réglementaires seraient mises en œuvre dans le futur.

d. Obligations de déclaration et d'information

L'ensemble des commentaires reçus sur cette question est hétérogène. En voici des exemples :

- certains intervenants sont favorables à des modifications réglementaires obligeant les vendeurs à découvert activistes à déclarer leurs positions d'achat et de vente ainsi que les changements dans leurs positions, et à révéler leur identité aux autorités de réglementation, au public ou à l'ensemble d'entre eux¹⁵;
- certains ont indiqué que l'obligation de fournir de l'information additionnelle ne devrait être imposée qu'après l'étude de la liquidité au Canada, des données sous-jacentes et des répercussions possibles de nouvelles obligations d'information;
- d'autres ont prévenu que l'introduction d'obligations d'information du public pourrait amener des négociateurs à se servir de babillards comme Reddit pour provoquer une liquidation forcée de positions vendeur;
- il a été signalé que la déclaration et la communication d'information au public, surtout par des vendeurs à découvert activistes, pourraient aussi avoir pour conséquence imprévue de favoriser un effet de troupeau exacerbant la chute du cours de l'action de la cible¹⁶;
- certains intervenants se demandent si les obligations de déclaration devraient être équivalentes pour les activistes en position acheteur et ceux en position vendeur.

Les autorités de réglementation de certains territoires étrangers imposent déjà des obligations de déclaration et de communication d'information aux vendeurs à découvert dont les positions vendeur dépassent certains seuils. L'évolution de la réglementation à l'échelle internationale dans ce domaine est traitée dans l'Avis conjoint 23-329. Nous demeurons à l'affût et évaluerons si de l'information additionnelle sur les activités de vente à découvert est nécessaire, y compris celles des vendeurs à découvert activistes. Comme il est indiqué ci-dessus, avant d'imposer des obligations d'information aux vendeurs à découvert activistes, il serait toutefois essentiel de définir qui ils sont, de les encadrer au moyen d'un régime réglementaire et de déterminer si ce régime devrait prévoir la déclaration des

¹⁵ On fait référence, dans le document de consultation, au groupe d'experts américains ayant exhorté la SEC à imposer une [Traduction] « obligation de mettre à jour » une position vendeur lorsque de l'information a été déclarée volontairement à son sujet.

¹⁶ Par exemple, le 17 mai 2019, Muddy Waters a déclaré une position vendeur de 0,5 % sur Solutions 30 SE, comme l'exige la réglementation européenne en valeurs mobilières. Le 21 mai 2019, soit après cette déclaration mais avant la publication de tout rapport sur les positions vendeur, le cours de l'action de Solutions 30 SE a chuté de 20 %. Voir l'article (en anglais seulement) intitulé « Muddy and 5 other HFs shorting Solutions 30 », publié le 2 août 2019 sur le [blogue Breakout Point](#), et celui de Michelle Celarier (en anglais seulement) intitulé « Shares of Solutions 30, a Muddy Waters Short, Tank After Auditor Raises Concerns », publié le 24 mai 2021 sur le site de [Institutional Investor](#).

positions à découvert synthétiques. La création d'un tel régime nécessiterait probablement une modification de la législation en valeurs mobilières.

e. Instauration d'une période de détention

Certains intervenants ont proposé l'imposition d'un court moratoire sur les opérations ou d'une période de détention minimale au promoteur de valeurs mobilières ou au vendeur à découvert qui ouvre une position importante et diffuse de l'information influant sur le marché, quel que soit le moyen de diffusion¹⁷. Le principe est qu'une période de détention permettrait au marché d'évaluer la qualité et la crédibilité de l'information. À notre connaissance, aucune autorité en valeurs mobilières n'a encore mis en œuvre une telle mesure.

Même si nous reconnaissons qu'une période de détention donnerait au marché plus de temps pour assimiler l'information contenue dans le rapport d'un vendeur à découvert activiste, nous signalons qu'elle pourrait aussi dissuader le vendeur de produire des rapports sur ses positions à découvert et ainsi réduire l'efficacité informationnelle des marchés. En outre, une période de détention devrait s'appliquer uniformément aux positions vendeur et aux positions acheteur pour une raison d'équité et être établie en tenant compte des positions synthétiques. La détermination de sa durée et son imposition à des entités non réglementées, notamment, pourraient aussi poser des problèmes pratiques.

Les répercussions de ces mesures devraient faire l'objet d'une étude et d'une analyse approfondies afin de déterminer si les avantages éventuels éclipsent les risques introduits.

f. Préavis aux émetteurs

La proposition prévoyait l'obligation pour le vendeur à découvert activiste de fournir son rapport à l'émetteur avant sa publication. L'émetteur aurait ainsi l'occasion de l'examiner, d'y relever les erreurs factuelles et de le réfuter avant sa publication auprès du public. Il est admis dans la proposition que les émetteurs pourraient se heurter à des embûches, comme le fait d'être liés par des règles en matière de communication de l'information et de se heurter à des difficultés pratiques les empêchant de répondre promptement à des allégations parfois très larges afin d'endiguer ou de réduire l'incidence défavorable du rapport du vendeur à découvert sur le cours.

Nous reconnaissons que des émetteurs pourraient avoir de la difficulté à réagir rapidement aux campagnes menées par des vendeurs à découvert activistes dans les médias sociaux ou sur d'autres plateformes en ligne. Même s'ils sont prévenus, des émetteurs pourraient ne pas être en mesure de réagir, puisque les règles actuelles en matière de délit d'initié empêchent généralement la cible d'échanger avec le vendeur à découvert activiste en lui donnant libre accès à l'information. En particulier, l'émetteur ciblé serait limité dans sa réponse aux allégations du vendeur à découvert activiste s'il ne pouvait le faire autrement qu'en dévoilant des faits importants. Le même problème se poserait si, par exemple, un rapport défavorable était publié dans les médias ou des allégations étaient faites par des parties n'ayant aucun lien avec les vendeurs à découvert. De plus, l'imposition

¹⁷ Le document de consultation fait référence à la proposition d'une période de détention minimale de 10 jours qui a été mentionnée dans la presse. Voir l'article de Mark Cohodes, « Pump-and-dump stock trading needs new rules for the digital age », publié le 26 avril 2020 dans la version en ligne du *Financial Times*, au <https://www.ft.com/content/01b765c2-854e-11ea-b6e9-a94cffd1d9bf>.

d'obligations aux vendeurs à découvert activistes qui ne sont pas des participants au marché ni autrement inscrits soulève aussi des enjeux juridiques pour les autorités de réglementation. La détermination du délai approprié pour prévenir l'émetteur n'est pas chose simple non plus. Plus long serait le délai, plus élevé serait le risque de fuite d'information sur le marché pouvant nuire au cours de l'action de l'émetteur avant que celui-ci n'ait eu l'occasion de réagir.

Nous reconnaissons également l'importance de diffuser rapidement sur le marché l'information importante inconnue du public au moyen de rapports de vente à découvert établis de bonne foi qui améliorent la formation des cours.

g. Imposition d'une obligation ou d'une norme de déclaration des intérêts

Cette proposition appelle à l'adhésion obligatoire à des normes de professionnalisme et d'objectivité, comme celles qu'impose le CFA Institute à ses membres, pour quiconque publie une déclaration sur l'information qu'un émetteur communique au public et i) détient une position acheteur ou vendeur sur les titres de l'émetteur visé par la déclaration ou ii) a conclu une entente pouvant lui procurer un gain financier si la déclaration est publiée.

Nous signalons que les vendeurs à découvert activistes indiquent généralement dans leurs rapports qu'ils détiennent une position sur les titres de l'émetteur visé et pourraient tirer profit de la fluctuation de leur cours¹⁸.

h. Élargissement de l'infraction pour information fausse ou trompeuse

De récentes modifications apportées au *Securities Act* de la Colombie-Britannique qui sont entrées en vigueur ont introduit une nouvelle interdiction de communication d'information fausse ou trompeuse applicable aux personnes qui participent à des « activités promotionnelles ». Ainsi, il leur est interdit de faire une déclaration ou de fournir de l'information qui est fausse ou trompeuse dans les circonstances où une personne ou un investisseur raisonnable considérerait qu'elle est importante pour prendre sa décision d'investissement¹⁹. Contrairement aux autres interdictions de déclaration fausse ou trompeuse prévues dans la législation en valeurs mobilières, celle-ci n'exige pas :

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

De la même manière, en Ontario, le paragraphe 94(1), *Déclarations et renseignements faux ou trompeurs au sujet d'émetteurs assujettis* du projet de *Loi sur les marchés financiers*²⁰ qui, s'il est adopté, remplacerait la *Loi sur les valeurs mobilières* et la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* de l'Ontario, interdirait à toute personne qui s'occupe d'une activité promotionnelle de faire une déclaration ou de fournir des renseignements au sujet d'un émetteur assujetti ou d'un émetteur dont les valeurs mobilières sont négociées sur un marché si elle sait ou devrait raisonnablement savoir que ce

¹⁸ Par exemple, voir les [modalités d'utilisation](#) des rapports de recherche de Muddy Waters et l'[avis de non-responsabilité juridique](#) des rapports de recherche de Hindenburg.

¹⁹ Paragraphe 50(1) de la *Securities Act* (Colombie-Britannique), RSBC 1996, c. 418. Le Groupe de travail a également proposé une modification similaire.

²⁰ Disponible au <https://www.ontariocanada.com/registry/view.do?language=fr&postingId=38527>.

qui est déclaré ou fourni est faux ou trompeur et que la déclaration ou la fourniture serait considérée importante par un investisseur raisonnable pour décider s'il doit acheter une valeur mobilière de l'émetteur ou un instrument financier connexe, ou effectuer une opération sur une telle valeur ou un tel instrument. Le paragraphe 94(2) du projet de loi interdit toute tentative de déclaration de la sorte et le paragraphe 94(3) permet à la CVMO d'accorder des dispenses de cette interdiction. Ces projets de dispositions visent à mettre en œuvre la recommandation 57 contenue dans le rapport du Groupe de travail²¹, soit la création d'une interdiction pour dissuader et poursuivre efficacement les déclarations et tentatives de déclarations fausses ou trompeuses au sujet de sociétés ouvertes. La période de consultation sur le projet de *Loi sur les marchés financiers* s'est terminée le 18 février 2022.

La législation en valeurs mobilières prévoit déjà qu'il est illégal pour un vendeur à découvert activiste de tenter de faire baisser le cours de l'action d'un émetteur par la propagation d'information fausse ou trompeuse. Mais des intervenants sont d'avis que les critères servant à prouver qu'il y a infraction sont trop stricts et que la norme de l'investisseur raisonnable pourrait constituer une bonne approche équilibrée pour améliorer la qualité de l'information communiquée au public sans alourdir outre mesure le fardeau des participants au marché. Certains ont toutefois indiqué s'attendre à ce que l'élimination de l'étude d'impact sur le marché et du critère de l'importance refroidisse considérablement les ardeurs des vendeurs à découvert et que tout avantage que procureraient ces changements en surpassera les coûts. Il a été avancé que les vendeurs à découvert activistes (et les autres participants au marché n'ayant pas accès à l'information sur un émetteur inconnue du public) ne devraient pas avoir à répondre aux mêmes standards que les initiés à l'égard d'une société.

Les modifications apportées à la *Securities Act* de la Colombie-Britannique en matière de déclaration fausse ou trompeuse dans le cadre d'activités promotionnelles dans cette province ainsi que l'article 94 du projet ontarien de *Loi sur les marchés financiers* peuvent créer un effet dissuasif additionnel sur le comportement répréhensible grâce à de possibles mesures d'application de la loi. Il est trop tôt pour conclure qu'ils seront des outils efficaces en ce qui concerne les activistes, ou qu'ils mèneront à une hausse possible des poursuites contre les vendeurs à découvert activistes au comportement potentiellement fautif ou à une réduction du nombre de campagnes problématiques visant des émetteurs assujettis. Les ACVM en surveilleront les effets.

i. Sanctions civiles en cas d'information fausse ou trompeuse

À l'heure actuelle, la législation en valeurs mobilières ne prévoit pas de mécanisme permettant de réclamer des dommages-intérêts à des vendeurs à découvert activistes qui mènent des campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché. Des intervenants ont signalé que l'émetteur visé par une campagne de vente à découvert abusive ainsi que les porteurs de ses titres qui sont incités à les vendre sur la base de renseignements erronés doivent souvent attendre de voir si les autorités entameront une procédure réglementaire. Certains territoires étrangers prévoient un droit privé d'action à l'égard de la déclaration ou de la diffusion d'information fausse ou trompeuse²². Un tel droit pourrait constituer un recours pour les cibles de campagnes de vente à découvert en vue de manipuler le marché et avoir également pour effet de dissuader les vendeurs à découvert activistes de prendre part à des activités problématiques. Un intervenant est d'avis que seule la conduite délibérée et préméditée du vendeur à découvert, et non une simple négligence ou une erreur de bonne foi, devrait

²¹ Ibid note 11.

²² Voir, par exemple, les articles 1041E et 1041I de la *Corporations Act 2001* (Cth) de l'Australie.

ouvrir un droit privé d'action, et que celui-ci ne devrait pas servir de police d'assurance contre les pertes qui, en réalité, découlent d'autres causes, comme le risque de placement.

Jusqu'ici, rien n'a permis de prouver que des campagnes de vente à découvert activiste relèvent de l'abus systémique et qu'il serait ainsi justifié d'apporter des modifications réglementaires telles que l'introduction d'un droit privé d'action contre des vendeurs à découvert activistes. Néanmoins, comme il est indiqué dans le document de consultation, certaines voies de droit en common law et en droit civil pourraient être applicables aux campagnes de vente à découvert activiste problématiques, mais les émetteurs et les tribunaux ne les privilégient généralement pas en raison des enjeux de liberté d'expression qu'elles soulèvent.

Partie 5. Questions

Veillez adresser vos questions à l'un des membres suivants du personnel des ACVM :

Serge Boisvert
Analyste expert à la réglementation
Autorité des marchés financiers
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
Analyste en produits dérivés
Autorité des marchés financiers
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Ruxandra Smith
Senior Accountant, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
ruxsmith@osc.gov.on.ca

Timothy Baikie
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
tbaikie@osc.gov.on.ca

Kevin Yang
Manager, Regulatory Strategy and Research
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
kyang@osc.gov.on.ca

Jesse Ahlan
Regulatory Analyst, Market Structure
Alberta Securities Commission
jesse.ahlan@asc.ca

Jan Bagh
Senior Legal Counsel
Alberta Securities Commission
jan.bagh@asc.ca

Kathryn Anthistle
Senior Legal Counsel, Legal Services
Capital Markets Regulation Division
British Columbia Securities Commission
kanthistle@bcsc.bc.ca

Michael Grecoff
Securities Market Specialist
British Columbia Securities Commission
mgrecoff@bcsc.bc.ca

Eric Pau
Senior Legal Counsel, Legal Services
Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
epau@bcsc.bc.ca

Jennifer Whately
Manager, Litigation, Enforcement
British Columbia Securities Commission
jwhately@bcsc.bc.ca

Tyler Ritchie
Investigator
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
tyler.ritchie@gov.mb.ca