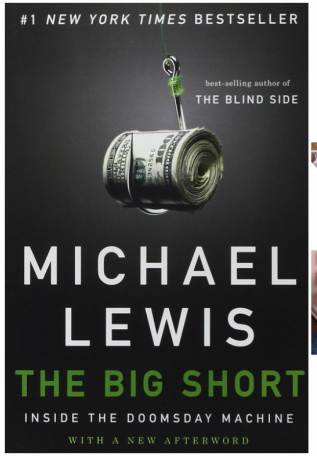
VENTE À DÉCOUVERT: REGARDS CROISÉS SUR LES ENJEUX RÉGLEMENTAIRES



Pr Corrado Malberti, Università di Trento

Pr Stéphane Rousseau, Université de Montréal

Pr Konstantinos Sergakis, University of Glasgow

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO

University of Glasgow

MISE EN CONTEXTE – FRAMING THE ISSUE

RÉGLEMENTATION: SOURCES | REGULATION: SOURCES

- **Union européenne**
  - Règlement (UE) n o 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit
  - Règlement (UE) n ° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché)

- **European Union**
  - Regulation (EU) no. 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, OJ 2012 L 86/1
  - Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation)

MISE EN CONTEXTE – FRAMING THE ISSUE

- La vent à découvert: une définition générale
  - On considère généralement qu'une vente à découvert est la vente d'un titre par une personne qui n'en est pas propriétaire ou qui ne sera pas en mesure de le livrer au moment du règlement de la vente. Elle consiste à vendre un titre au cours en vigueur dans l'espoir de le racheter ultérieurement à un cours inférieur ou de couvrir la position vendeur lorsque les titres appartenant au vendeur deviennent disponibles.

Avis de consultation conjoint 23-312 des ACVM et de l'OCRCVM (Mars 2012)

- Short-selling: A General Definition
  - The Technical Committee observes that short selling, howsoever defined, has some common features and takes the view that it will be more pragmatic to determine whether a particular transaction is a short selling activity based on the presence of two factors: (i) a sale of stock that (ii) the seller does not own at the point of sale. If a transaction contains these features it should fall within the realm of "short selling" activity that is to be regulated.

IOSCO Technical Committee, Regulation of Short Selling, Consultation Report (March 2009)

MISE EN CONTEXTE – FRAMING THE ISSUE

- Une pratique de négociation *a priori* légitime
  - La vente à découvert est une pratique de négociation légitime qui contribue à la liquidité et à l'efficience du marché tout comme à la formation des cours. Elle permet notamment aux teneurs de marché de fournir de la liquidité même lorsqu'ils ne détiennent pas un titre donné, ce qui aide à stabiliser les cours. La vente à découvert peut contribuer à rendre l'établissement des cours plus efficient en modérant les hausses et les baisses. Elle peut aussi être un aspect important de la stratégie de couverture et de gestion du risque adoptée par les investisseurs.

Avis de consultation conjoint 23-312 des ACVM et de l'OCRCVM (Mars 2012)

- A legitimate trading practice
  - Short selling is a legitimate trading practice which contributes to market liquidity, efficiency and price discovery. For example, it allows market makers to provide liquidity even when they do not hold a particular security, which helps to stabilise prices. Short selling can contribute to more efficient pricing of securities by moderating both price increases and declines. Short selling can also be an important part of an investor's hedging and risk management strategy.

CSA/IIROC Joint Notice 23-312

QUELQUES EXEMPLES – A FEW EXAMPLES

- *The Good*: Muddy Waters et Sino-Forest

- *The Bad:* Citron Research et Shopify

- *The Ugly*: Muddy Waters et St. Jude Medical

- Vente à découvert et activisme

ENJEUX DE POLITIQUE – POLICY ISSUES

PRÉOCCUPATIONS ASSOCIÉES À LA VENTE À DÉCOUVERT – CONCERNS ASSOCIATED WITH SHORT SELLING

- Disfonctionnement des marchés
- Abus de marché
- Gouvernance: vote vide
- Risque de règlement | Transactions échouées
- Risque systémique

- Disorderly markets
- Market abuse
- Governance: Empty voting
- Settlement disruption | Failed trades
- Systemic risk

RÉGIME RÉGLEMENTAIRE – REGULATORY REGIME

RÉGLEMENTATION: SOURCES | REGULATION: SOURCES

- **Union européenne**
  - Règlement (UE) n o 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit
  - Règlement (UE) n ° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché)

- **European Union**
  - Regulation (EU) no. 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps, OJ 2012 L 86/1
  - Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation)

RÉGLEMENTATION: SOURCES | REGULATION: SOURCE

- **Canada:**
  - Règles uniformes d'intégrité de marché (OCRCVM)
  - Déclaration et délits d'initiés
  - Manipulation de marché

- **Canada:**
  - Uniform Market Integrity Rule (IIROC)
  - Insider trading
  - Market manipulation

PRINCIPES DE L'OICV | IOSCO PRINCIPLES

- **Principe 1**
  - Les ventes à découvert devraient être assujetties à des contrôles appropriés afin de réduire les risques qu'elles peuvent faire courir au bon fonctionnement et à la stabilité des marchés financiers.

- **Principle 1**
  - Short selling should be subject to appropriate controls to reduce or minimise the potential risks that could affect the orderly and efficient functioning and stability of financial markets

PRINCIPES DE L'OICV | IOSCO PRINCIPLES

- **Principe 2**
  - Les ventes à découvert devraient être assujetties à un régime d'information qui fournit de l'information en temps opportun au marché ou aux autorités de réglementation.

- **Principle 2**
  - Short selling should be subject to a reporting regime that provides timely information to the market or to market authorities.

PRINCIPES DE L'OICV | IOSCO PRINCIPLES

- **Principe 3**
  - Les ventes à découvert devraient être assujetties à un régime de conformité et d'application efficace.

- **Principle 3**
  - Short selling should be subject to an effective compliance and enforcement system.

PRINCIPES DE L'OICV | IOSCO PRINCIPLES

- **Principe 4**
  - La réglementation des ventes à découvert devrait prévoir des exceptions appropriées pour certains types d'opérations afin de garantir le bon fonctionnement et le développement du marché.

- **Principle 4**
  - Short selling regulation should allow appropriate exceptions for certain types of transactions for efficient market functioning and development

PROSPECTIVE | FUTURE DEVELOPMENTS

- Bonification de l'obligation de divulgation
- Privation du droit de vote?
- Un cadre de supervision et de sanctions harmonisé/convergent

- Enhanced disclosure duties
- Shareholder disenfranchisement?
- A supervisory and sanctions – harmonised/converged – framework