

# L'activisme lié aux ventes à découvert au Canada : une nouvelle voie pour les investisseurs activistes

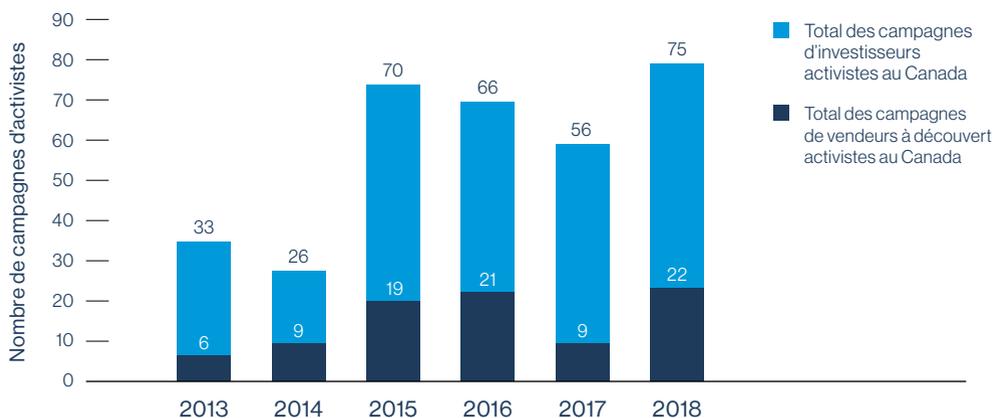
Au cours des dernières années, l'activisme lié aux ventes à découvert, qui était jusque-là resté dans l'ombre, est devenu un casse-tête majeur pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les conseils d'administration, et les marchés canadiens ne sont pas épargnés. Dans bien des cas, les conséquences d'une campagne de vente à découvert peuvent être graves pour la société visée : la chute du cours de son action, le détournement de temps et de ressources précieuses, la nécessité de rebâtir la réputation de la société et, parfois, le lancement d'une enquête officielle des organismes de réglementation à partir des allégations formulées durant la campagne. Dans le présent chapitre, nous examinons l'avènement de l'activisme lié aux ventes à découvert, passons en revue le cadre juridique et réglementaire qui régit cet activisme au Canada, comparons ce cadre avec celui d'autres pays et explorons les réactions possibles du conseil d'administration des sociétés ciblées. De plus, nous examinons certaines tendances concernant les ventes à découvert au Canada et attirons l'attention sur trois cas bien connus survenus au cours des dernières années.

## La montée des ventes à découvert au Canada

La vente à découvert existe depuis (presque) aussi longtemps que la libre négociation des actions. Au cours des dernières années, toutefois, comme l'illustre le graphique 4-1, les marchés canadiens ont enregistré une nouvelle tendance : une hausse globale des campagnes de vente à découvert visant des sociétés ouvertes. Des sociétés canadiennes de secteurs aussi variés que le cannabis (Aphria Inc.), les mines (Asanko Gold Inc.), la vente au détail (Dollarama Inc.), l'assurance (Financière Manuvie) et l'aérospatiale (Maxar Technologies Inc.) ont été la cible de vendeurs à découvert activistes. Les sociétés ciblées affichaient une capitalisation boursière allant essentiellement d'environ 171 millions de dollars à 46,6 milliards de dollars.

Des sociétés canadiennes de secteurs aussi variés que le cannabis, les mines, la vente au détail, l'assurance et l'aérospatiale ont été la cible de vendeurs à découvert activistes.

**GRAPHIQUE 4-1 :**  
Campagnes de vente à découvert au Canada (2013-2018)



Source: Activist Insight<sup>75</sup>

A high-speed photograph of water splashing, creating a dynamic and energetic background. The water is captured in mid-air, with numerous droplets and a main splash line curving across the frame. The lighting is bright, highlighting the clarity and texture of the water.

## Pleins feux : Allégations de fraude de Citron Research concernant Shopify

---

À compter de la fin de 2017, Shopify, société cotée à la Bourse de Toronto (la «TSX») et à la Bourse de New York (la « NYSE»), a été la cible d'une campagne lancée par Citron Research, qui affirmait que Shopify aurait dû faire l'objet d'une enquête de la Federal Trade Commission des États-Unis pour fraude et information insuffisante. Citron Research prétendait, dans son rapport, que l'affirmation de Shopify selon laquelle ses clients gagneraient des millions grâce à l'utilisation de sa plateforme en ligne n'était pas exacte, et prédisait qu'il en résulterait un effondrement de ses produits d'exploitation. Dans un autre rapport, Citron Research affirmait que le partenariat de Shopify avec Facebook, qui avait généré une

croissance importante, dépendait largement du maintien en vigueur de la politique de confidentialité actuelle de Facebook<sup>76</sup>. À la suite de ces deux rapports, le cours de l'action de Shopify a chuté d'environ 11 % et 12 %, respectivement. Toutefois, le cours de l'action s'est finalement redressé de près de 48 % en 2018 (hausse que les analystes ont attribué largement à la forte croissance de ses ventes), de sorte que la société est sortie pratiquement indemne des campagnes du vendeur à découvert. Citron Research continue tout de même de prédire la chute du cours de l'action de Shopify et l'a d'ailleurs fait de nouveau en avril 2019<sup>77</sup>.

## Qu'est-ce que la vente à découvert?

La vente à découvert est la pratique qui consiste, pour un investisseur, à vendre un titre qu'il ne possède pas. Lorsqu'il vend un titre à découvert, l'investisseur prévoit pouvoir l'acheter à une date ultérieure à un prix inférieur afin de pouvoir couvrir sa vente initiale. Plutôt que d'acheter à bas prix et de vendre à prix élevé, l'investisseur espère pouvoir vendre à prix élevé, puis acheter à bas prix. Les opérations de vente à découvert prennent généralement l'une des deux formes suivantes :

- la vente à découvert « couverte », dans laquelle le vendeur à découvert emprunte des titres (souvent auprès de son courtier) et les vend ensuite sur le marché libre. Il espère que la valeur des titres qu'il vient de vendre diminuera, afin de pouvoir acheter les mêmes titres sur le marché libre à un prix inférieur au prix de la vente initiale. Le vendeur à découvert retourne ensuite les titres nouvellement achetés au prêteur afin de couvrir sa position courte initiale. Même si le vendeur à découvert court le risque que l'opération se solde par une perte pour lui si le cours du titre monte plutôt que de baisser, le contrat sous-jacent de prêt de titres garantit que le contrat de vente sera respecté;
- la vente à découvert « sans livraison », dans laquelle le vendeur à découvert vend des titres sans s'engager fermement à les emprunter et souvent sans même s'assurer qu'il est possible d'acheter ou d'emprunter de tels titres. Le vendeur à découvert espère plutôt acheter les titres sur le marché libre pour couvrir sa position avant la date de livraison prévue par le contrat de vente. Ce type d'opération comporte donc un risque supplémentaire, c'est-à-dire que l'investisseur ne soit pas en mesure d'acheter les titres nécessaires à la couverture de sa position et soit ainsi dans l'impossibilité de respecter son obligation de livraison.

Certains participants au marché et la plupart des émetteurs sont considérablement sceptiques à l'égard de l'utilité des ventes à découvert, mais il est vrai que les vendeurs à découvert peuvent jouer un rôle utile sur le marché. Ils peuvent, par exemple, révéler de mauvaises pratiques de gouvernance, des stratégies commerciales non viables ou des fraudes flagrantes, et contribuer ainsi à rehausser

l'efficacité des marchés financiers, à corriger des cours boursiers parfois gonflés à tort et à favoriser la liquidité du marché. À l'instar des investisseurs activistes utilisant des moyens plus courants, les vendeurs à découvert apportent un contrepois important aux émetteurs et à leur direction. Un vendeur à découvert activiste, lorsqu'il découvre les raisons pour lesquelles les actions d'une société sont peut-être surévaluées, prend une position à découvert sur ces actions et publie l'information dont il dispose, habituellement dans un rapport négatif accompagné d'un communiqué de presse et de messages dans les médias sociaux, dans l'espoir que le cours de l'action s'ajustera en conséquence. L'activiste profite alors de la différence entre le prix de vente des titres vendus à découvert et le prix des titres qu'il utilise pour liquider sa position courte. Ce mode d'action bénéficie au marché en ce sens qu'il accroît la transparence des opérations de la société visée. Le vendeur à découvert, pour sa part, a avantage à se bâtir un dossier d'allégations bien fondées pouvant renforcer la crédibilité de sa prochaine campagne.

Les vendeurs à découvert activistes peuvent contribuer de manière importante à la transparence du marché. Toutefois, étant donné que les technologies modernes permettent aux investisseurs de diffuser facilement des allégations anonymes et potentiellement dévastatrices auprès d'un vaste public, certains craignent que des vendeurs à découvert abusent de ce mode d'action en vendant des titres à découvert de façon à fausser le marché (*short and distort*). On s'inquiète du fait que certains vendeurs que l'on dit pratiquer abusivement la vente à découvert, plutôt que de cibler de véritables problèmes stratégiques ou de gouvernance, diffusent délibérément des informations fausses ou trompeuses pour faire baisser le cours d'une action afin de pouvoir tirer rapidement un profit de leurs positions courtes.

---

Certains participants au marché et la plupart des émetteurs sont considérablement sceptiques à l'égard de l'utilité des ventes à découvert, mais il est vrai que les vendeurs à découvert peuvent jouer un rôle utile sur le marché.

A high-speed photograph of water splashing, creating a dynamic and energetic background. The water is captured in mid-air, with numerous droplets and a main splash line curving across the frame. The lighting is bright, highlighting the clarity and texture of the water.

# Pleins feux : Muddy Waters continue de cibler les sociétés canadiennes

---

Au Canada, le cas le plus connu d'activisme lié aux ventes à découvert demeure celui de Sino-Forest qui, en 2011, a été la cible d'un rapport publié par le fonds spéculatif Muddy Waters LLC de San Francisco. Muddy Waters affirmait, entre autres, que Sino-Forest était ni plus ni moins un [TRADUCTION]« système de Ponzi de plusieurs milliards de dollars [...] accompagné de vols substantiels »<sup>78</sup>. Le scandale associé à Sino-Forest a considérablement ébranlé les marchés financiers canadiens, entraînant des actions civiles et des accusations au criminel et selon la législation en valeurs mobilières contre Sino-Forest et les sociétés de son groupe. Récemment, en mars 2018, un tribunal de l'Ontario a accordé aux demandeurs des dommages-intérêts de 2,63 milliards de dollars américains dans une affaire civile visant le cofondateur et chef de la direction de Sino-Forest, Allen Chan<sup>79</sup>.

Depuis Sino-Forest, les investisseurs et le marché semblent davantage faire cas des rapports des activistes. La réaction du marché aux allégations des vendeurs à découvert peut être importante et immédiate. En 2017, Muddy Waters a publié un tweet promettant la publication d'un nouveau rapport bref sur une autre société ouverte canadienne, et les conjectures sur l'identité de la cible ont fait chuter le cours de l'action d'Element Fleet Management, inscrite à la cote de la Bourse de Toronto, qui a accusé une baisse de 40 %. Cependant, Muddy Waters visait en fait un autre émetteur canadien, Asanko. Le cours de l'action d'Element Fleet s'est largement rétabli, tandis que le cours de l'action d'Asanko a chuté de moitié après la publication du rapport en 2017<sup>80</sup>.

On pourrait considérer la publication de rapports non confirmés ayant pour effet de perturber les opérations sur un titre comme un acte de manipulation du marché, pratique illégale selon les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Toutefois, il est difficile de démontrer l'intention de manipuler un titre et de poursuivre ainsi les vendeurs à découvert lorsque leurs rapports sont fondés sur une opinion ou même lorsqu'ils contiennent des informations trompeuses ou inexacts<sup>81</sup>. Le 15 août 2018, par exemple, une formation de magistrats de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta (la « CVMA ») a rejeté la demande d'interdiction provisoire d'opérations présentée par le personnel de la CVMA pour empêcher temporairement le vendeur à découvert Marc Cohodes d'effectuer des opérations sur les actions de Badger Daylighting Ltd., société inscrite à la cote de la Bourse de Toronto, au motif que le personnel de la CVMA chargé de l'application de la loi n'avait pas démontré le besoin urgent de l'interdiction provisoire<sup>82</sup>.

S'il peut être difficile de distinguer objectivement les campagnes de vente à découvert légitimes des campagnes abusives, les deux types de campagnes peuvent avoir des répercussions coûteuses sur les sociétés cibles. En effet, une étude réalisée en 2018 sur l'incidence de la publication des positions à découvert a révélé que la publication se traduisait par des changements dans le comportement des parties prenantes et par des rendements négatifs inhabituels pour la société cible, qui duraient au-delà des cent jours suivant immédiatement l'annonce<sup>83</sup>.

## La réglementation canadienne sur la vente à découvert

La vente à découvert est une stratégie de placement légale au Canada, régie par une réglementation relativement clémente comparativement à celle d'autres pays<sup>84</sup>. Ainsi, la vente à découvert sans livraison est généralement autorisée au Canada : pour conclure une vente à découvert, sous réserve d'exceptions limitées, l'investisseur n'est pas tenu d'emprunter au préalable les titres nécessaires au règlement, pourvu qu'il existe une « attente raisonnable » qu'il couvre sa position courte<sup>85</sup>. De plus, contrairement aux États-Unis, le Canada n'a pas rétabli une règle (modifiée) de la hausse du cours (*uptick rule*) qui ferait obstacle à la vente à découvert d'actions dont le cours aurait continué de baisser sur une période déterminée. Enfin, contrairement aux actionnaires habituels, les vendeurs à découvert au Canada ne sont pas tenus par les lois sur les valeurs mobilières de divulguer leurs positions courtes, quelle que soit l'importance de ces positions par rapport aux actions en circulation de la société visée. Toutefois, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM »), qui assure la surveillance de tous les courtiers en valeurs mobilières et de toutes les activités de négociation sur les marchés canadiens des titres de créance et des actions, impose des obligations d'information à l'égard des ventes à découvert à la fois aux bourses et aux participants au marché et, depuis janvier 2019, publie deux fois par mois un relevé consolidé des positions à découvert sur les titres des sociétés ouvertes. Ce relevé, sans toutefois divulguer l'identité des vendeurs à découvert, permet aux sociétés de surveiller l'activité et l'évolution des positions courtes sur leurs actions.

---

La vente à découvert est une stratégie de placement légale au Canada, régie par une réglementation relativement clémente comparativement à celle d'autres pays.

Il sera intéressant de voir si l'activisme positif lié aux ventes à découvert se poursuivra au Canada et comment les législateurs, les organismes de réglementation et les parties poursuivantes y réagiront. Le 29 novembre 2018, le *Financial Post* signalait que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM »), organisme qui représente les treize commissions des valeurs mobilières ou autorités de réglementation semblables du Canada, avaient amorcé un projet consistant à examiner la nature et l'étendue des ventes à découvert abusives sur les marchés financiers canadiens<sup>86</sup>. Il est encore trop tôt pour connaître les recommandations qui pourraient découler de ce projet des ACVM, mais l'examen de l'approche réglementaire employée dans d'autres pays permet de faire des comparaisons utiles et pourrait contribuer à orienter la réglementation canadienne future.

## Réglementation internationale sur la vente à découvert

Comme l'illustre le tableau 4-1, les règlements sur la vente à découvert varient d'un pays à l'autre. Dans l'Union européenne (l'« UE »), par exemple, la législation adoptée en 2012 a interdit les ventes à découvert sans livraison et exigé davantage de transparence à l'égard des positions courtes. Les exigences de l'UE imposent désormais aux vendeurs à découvert l'obligation (i) de déclarer leur position courte à l'autorité nationale compétente lorsqu'elle vise des actions représentant une proportion égale ou supérieure à 0,2 % du capital-actions émis de la société, et (ii) de rendre publique leur position courte lorsqu'elle vise des actions représentant une proportion égale ou supérieure à 0,5 % du capital-actions émis de la société, ainsi qu'à chaque intervalle successif de 0,1 %. La position courte nette doit être calculée pour l'ensemble du groupe de la société visée afin d'éviter que les vendeurs à découvert contournent les règles relatives aux obligations d'information. Pour satisfaire aux exigences de l'UE, l'information produite doit préciser la taille de la position, l'émetteur concerné et la date de création de la position courte<sup>87</sup>.

## BREF HISTORIQUE DE LA RÈGLE DE LA HAUSSE DU COURS (UPTICK RULE OU TICK TEST)

En 1938, la Securities and Exchange Commission des États-Unis a adopté la règle 10a-1, aussi connue sous le nom de « uptick rule » (règle de la hausse du cours), qui est demeurée en vigueur jusqu'en 2007. Cette règle, qui s'appliquait à tous les titres inscrits à la Bourse de New York, exigeait que les ventes à découvert soient réalisées à la hausse du cours (c'est-à-dire à un prix plus élevé que le dernier cours affiché). Par la suite, la règle a été assouplie afin de permettre également les ventes à découvert au même cours que le dernier cours affiché, à condition que celui-ci soit plus élevé que le précédent. Dans sa forme la plus simple, la règle visait à empêcher les ventes à découvert successives à des prix de plus en plus bas, en obligeant les négociateurs à vendre à découvert uniquement si le cours était égal ou supérieur au dernier cours affiché<sup>88</sup>. En 2007, les organismes de réglementation américains ont supprimé la règle de la hausse du cours et, en 2012, les organismes de réglementation canadiens ont fait de même. Aux États-Unis, une règle de la hausse du cours modifiée a été adoptée en 2010 (interdisant les ventes à découvert de titres dont le cours a chuté de plus de 10 % au cours d'un jour de bourse), mais le Canada n'a rétabli aucune telle règle. Les avis sur l'efficacité de la règle de la hausse du cours sont partagés. Après le krach boursier de 2008, les critiques ont attribué la volatilité accrue des marchés à l'abrogation de la règle de la hausse du cours. Par contre, des études empiriques ont démontré que la règle nuisait à l'efficacité des ventes à découvert, n'empêchait pas la baisse des cours et pouvait avoir un effet négatif sur la qualité d'exécution des ordres de vente à découvert<sup>89</sup>.

TABLEAU 4-1 :

## Réglementation sur la vente à découvert dans certains pays

| Pays ou organisation supranationale | Obligation d'information selon la réglementation fédérale? | Ventes à découvert couvertes autorisées? | Ventes à découvert sans livraison autorisées? | Règle de la hausse du cours « uptick rule » ou règle équivalente? |
|-------------------------------------|--|--|---|---|
| Canada                              | Non  | Oui                                      | Oui   | Non   |
| Union européenne                    | Oui  | Oui                                      | Non   | Non   |
| États-Unis                          | Non  | Oui                                      | Non   | Oui   |
| Australie                           | Oui  | Oui                                      | Non   | Non   |
| Singapour                           | Oui  | Oui                                      | Oui (si la position est liquidée en 1 jour)   | Non   |

Tout comme l'UE, Singapour et l'Australie ont une réglementation fédérale qui impose une obligation d'information sur les ventes à découvert<sup>90</sup>. Toutefois, contrairement à l'UE, ces deux pays n'exigent que la divulgation de la position courte totale sur un titre, et non de l'identité des vendeurs à découvert. Aux États-Unis, par contre, il n'y a pas d'obligation d'information fédérale à l'égard des ventes à découvert. Toutefois, les organismes d'autorégulation, y compris les bourses de valeurs mobilières, ont commencé à recueillir et à publier de l'information sur le volume des ventes à découvert par rapport à l'ensemble des opérations sur un titre<sup>91</sup>. Indépendamment de toute obligation d'information officielle, les vendeurs à découvert peuvent néanmoins déclarer volontairement leurs positions courtes afin de donner de la crédibilité à leurs opérations en démontrant qu'ils ont des intérêts en jeu.

En plus de ne pas imposer d'obligation d'information sur les ventes à découvert dans sa réglementation fédérale, le Canada se distingue en autorisant les ventes à découvert sans livraison, pourtant interdites dans l'UE, aux États-Unis et en Australie et limitées à Singapour. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les ventes à découvert sans livraison comportent un risque accru de manquement de la part du vendeur à son contrat de vente initial et peuvent ainsi amplifier l'incertitude sur le marché.

Il serait utile que les ACVM passent en revue et commentent à la fois les obligations d'information à l'égard des ventes à découvert et la question de la légalité des ventes à découvert sans livraison, en tenant compte des politiques en vigueur dans d'autres pays. À notre avis, toutefois, toute réforme de la réglementation devrait reposer sur une analyse quantitative des avantages et des risques relatifs associés aux ventes à découvert. Tant que la réglementation n'est pas changée, il importe que les sociétés et leur conseil d'administration tiennent compte de la réglementation existante dans les mesures prises en réaction aux campagnes de vente à découvert.

À notre avis, toute réforme de la réglementation devrait reposer sur une analyse quantitative des avantages et des risques relatifs associés aux ventes à découvert. Tant que la réglementation n'est pas changée, il importe que les sociétés et leur conseil d'administration tiennent compte de la réglementation existante dans les mesures prises en réaction aux campagnes de vente à découvert.

A high-speed photograph of water splashing, creating a dynamic and energetic background. The water is captured in mid-air, with numerous droplets and a main splash line curving across the frame. The lighting is bright, highlighting the clarity and texture of the water.

# Pleins feux : La campagne de Spruce Point contre Dollarama

En octobre 2018, à la conférence des investisseurs de Robin Hood, Ben Axler, fondateur et chef des placements de la société de placement activiste Spruce Point Capital Management, a formulé au sujet de Dollarama une « forte recommandation de vente » fondée sur les produits de la société et sur des « signaux d'alarme à l'égard d'une gestion et d'une gouvernance problématiques<sup>92</sup> ». Le lendemain, Spruce Point a publié un rapport exposant ses préoccupations concernant la transition de Dollarama vers des articles plus chers, la saturation du marché et les marges « inexplicablement élevées et probablement non durables ». Même si le rapport contenait un avis de non-responsabilité révélant que Spruce Point était dans une position courte sur l'action de Dollarama et qu'elle « avait donc des chances de réaliser des gains

importants dans l'éventualité où le cours de l'action [baissait] », Spruce Point n'a pas donné de précisions sur l'importance de sa position courte ni sur la date à laquelle elle a liquidé cette position. Par conséquent, l'on ne sait pas si Spruce Point a réalisé un profit (ni, dans l'affirmative, quelle en était l'ampleur) à la suite de sa campagne visant Dollarama. Le rapport de Spruce Point prévoyait une chute possible de 40 % du cours de l'action de Dollarama<sup>93</sup>; cependant, depuis la baisse initiale qui a suivi la publication du rapport, le cours augmente de façon constante. Néanmoins, Spruce Point n'a pas fini de lorgner les sociétés canadiennes, comme l'a promis Ben Axler en mars 2019 : « [Spruce Point va] définitivement poursuivre son activisme au Canada<sup>94</sup> ».

## Quelles sont les réactions possibles pour les conseils d'administration?

Le régime de réglementation canadien actuel offre essentiellement deux réponses possibles au conseil d'administration d'un émetteur ciblé : une réponse judiciaire ou une réponse commerciale. Malheureusement, il existe de nombreux obstacles à une réponse judiciaire efficace, notamment la difficulté d'attribuer des rapports parfois anonymes à une source quelconque, la possibilité d'une enquête officielle fondée sur les allégations et les réponses, et le risque qu'un litige long et coûteux ne permette pas de redresser un cours boursier à la baisse suffisamment rapidement. De plus, les dispositions de la législation canadienne en valeurs mobilières interdisant la manipulation du marché ne prévoient pas de recours civil; l'émetteur ciblé se verrait habituellement contraint d'intenter directement contre le vendeur à découvert activiste une poursuite pour diffamation ou pour un autre délit prévu par la *common law*, poursuite dont le bien-fondé pourrait être difficile à prouver.

La réponse commerciale stratégique peut donc être une solution de rechange intéressante ou encore peut accompagner à juste titre la réponse judiciaire. Lorsque l'émetteur a maintenu un dialogue avec ses actionnaires sur ses stratégies commerciales et sa situation financière, et veillé à la transparence de celles-ci, son conseil sera en meilleure position pour tirer parti de ses relations internes et externes, comparativement aux émetteurs qui, ciblés par des activistes, cherchent un soutien pour la première fois. Le conseil d'administration peut s'adresser à des tiers pour obtenir des appuis, y compris des investisseurs de longue date souhaitant augmenter leur participation ou des analystes offrant un avis différent de celui du vendeur à découvert. L'émetteur qui fait une déclaration publique immédiate sans procéder d'abord à un examen interne exhaustif peut, par inadvertance, aggraver la situation en attirant davantage l'attention sur la campagne du vendeur à découvert; par contre, le fait de communiquer directement avec les actionnaires peut permettre au conseil d'évaluer l'incidence des allégations. De plus, comme il doit le faire en réponse à toute autre forme d'activisme (dont il est question au chapitre 3, L'activisme actionnarial : tendances et faits nouveaux importants en 2019), le conseil devrait envisager de confier à une petite équipe d'intervention interne la tâche d'examiner les allégations du vendeur à découvert et d'élaborer un plan à l'égard de la réponse stratégique de l'émetteur, mettant en évidence les points vulnérables de la conduite de l'émetteur ou des affirmations du vendeur à découvert. Enfin, le conseil peut prendre des mesures pour démontrer sa confiance dans l'avenir de la société. Par exemple, lorsqu'elle a été la cible d'une campagne de vente à découvert en 2015, Home Capital Group Inc., société inscrite à la cote de la Bourse de Toronto, a racheté des actions et augmenté ses dividendes, mesures qui ont non seulement démontré sa confiance dans son entreprise, mais ont également obligé les vendeurs à découvert à verser des sommes plus importantes pour tenir compte des dividendes<sup>95</sup>.

---

Lorsque l'émetteur a maintenu un dialogue avec ses actionnaires sur ses stratégies commerciales et sa situation financière, et veillé à la transparence de celles-ci, son conseil sera en meilleure position pour tirer parti de ses relations internes et externes, comparativement aux émetteurs qui, ciblés par des activistes, cherchent un soutien pour la première fois.

# Notre point de vue : la vente à découvert demeurera une forme d'activisme licite

Après plusieurs années d'activités considérables de la part de vendeurs à découvert activistes au Canada, les conseils d'administration devraient s'attendre à ce que cette pratique se poursuive dans les années à venir. Il est possible que la nouvelle réglementation que pourraient adopter les ACVM modifie le cadre des ventes à découvert et les moyens de réponse efficaces, mais il est peu probable qu'elle freine entièrement cette pratique. Par conséquent, les conseils devraient envisager d'élaborer un processus leur permettant de prévoir les activités de l'ensemble des investisseurs activistes et particulièrement celles des vendeurs à découvert activistes, et d'y réagir, qui pourrait être semblable à celui que nous conseillons au chapitre 3, L'activisme actionnarial : tendances et faits nouveaux importants en 2019.

Pour de nombreuses sociétés, l'activisme des vendeurs à découvert est d'autant plus problématique qu'elles n'ont pas d'indication préalable de leurs activités. La constitution et le maintien d'un conseil d'administration hautement performant, assurant une surveillance rigoureuse et mettant en œuvre des processus efficaces, peuvent être des outils efficaces pour protéger la société contre la menace de l'activisme lié aux ventes à découvert. Un conseil ouvert à un débat et à des échanges constructifs continus avec les actionnaires sur la stratégie et la performance de la société aurait plus de chances de repérer et de régler à l'avance les lacunes potentielles pouvant être mises en évidence par les activistes (c'est-à-dire qu'il effectuerait ainsi une analyse dite de vulnérabilité). En établissant un réel dialogue avec les actionnaires, tout en surveillant les relevés de l'OCRCVM sur les ventes à découvert pour pouvoir détecter les opérations inhabituelles sur les actions de la société, le conseil peut repérer les lacunes perçues avant qu'une campagne de vente à découvert soit lancée, et ainsi minimiser le risque de chute soudaine du cours de l'action et élaborer des stratégies efficaces pour l'ensemble de la société.

# Notes

## Chapitre 4 – L'activisme lié aux ventes à découvert au Canada : une nouvelle voie pour les investisseurs activistes

- 75 Activist Insight, « Activist Investing in Canada - Special Report » (12 juin 2019), en ligne au <https://www.valuewalk.com/2019/06/activist-investing-in-canada-special-report/> (en anglais); Activist Insight, « Activism Monthly Premium: Canada Special » (octobre 2014), en ligne au <https://www.activistinsight.com/resources/reports/> (en anglais); et Activist Insight, « Activist Investing: An Annual Review of Trends in Shareholder Activism » (2015), en ligne au <https://www.activistinsight.com/resources/reports/> (en anglais).
- 76 Citron Research, « The Hottest Stock on the NYSE Is...a Completely Illegal Get-Rich-Quick Scheme (With a Good Software Platform) » (4 octobre 2017), en ligne au <https://citronresearch.com/citron-exposes-the-dark-side-of-shopify/> (en anglais); et Citron Research, « Shopify Has a Big Facebook Problem! » (26 mars 2018), en ligne au <https://citronresearch.com/shopify-has-a-big-facebook-problem/> (en anglais).
- 77 Kevin Curran, « Shopify Shares Fall Fast Following Report from Short Seller » (4 avril 2019), en ligne au <https://realmoney.thestreet.com/investing/stocks/shopify-shares-fall-fast-following-report-from-short-seller-14917578> (en anglais).
- 78 Muddy Waters Research, « Muddy Waters Initiating Coverage on TRE.TO, OTC:SNOFF – Strong Sell » (2 juin 2011), en ligne au <https://www.muddywatersresearch.com/research/tre/initiating-coverage-treto/> (en anglais).
- 79 Matthew Miller, « Canadian Court Awards \$2.6 Billion in Sino-Forest Fraud Case » (15 mars 2018), en ligne au <https://ca.reuters.com/article/businessNews/idCAKCN1GR0MW-OCABS> (en anglais).
- 80 Barbara Shecter, « Activist Short-Sellers Are Increasingly Targeting Canadian Companies – Is Canada Ready? » *Financial Post* (6 octobre 2017), en ligne au <https://business.financialpost.com/news/fp-street/rise-of-the-shorts-activist-short-sellers-are-increasingly-targeting-canadian-companies> (en anglais).

# Notes

- 81 Dans une entrevue qu'elle a donnée en 2017, Maureen Jensen, présidente de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, a confirmé que tous les organismes de réglementation examinaient les campagnes de vente à découvert pour repérer les déclarations frauduleuses. Elle a affirmé que [TRADUCTION] « Si des personnes agissent de concert pour répandre de fausses informations, il s'agit réellement de manipulation du marché, mais encore faut-il le prouver, ce qui est très difficile. » Barbara Shecter, « Ontario Regulator on the Lookout for 'Short and Distort' Campaigns That Aim to Drive Down Stock Prices », *Financial Post* (20 décembre 2017), en ligne au <https://business.financialpost.com/news/fp-street/we-have-to-find-the-right-case-osc-committed-to-scrutinizing-short-selling-but-warns-bars-high-for-enforcement-action> (en anglais).
- 82 Dan Healing, « Alberta Securities Commission Panel Denies Order Against Short-Seller Cohodes » (15 août 2018), en ligne au <https://www.cbc.ca/news/canada/calgary/alberta-securities-commission-hearing-short-seller-marc-cohodes-badger-daylighting-1.4786573> (en anglais).
- 83 Ian Appel, Jordan Bulka et Vyacheslav Fos, « Public Short Selling by Activist Hedge Funds » (1er octobre 2018), en ligne au <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/10/01/public-short-selling-by-activist-hedge-funds/> (en anglais).
- 84 Au Canada, la législation relative aux valeurs mobilières est provinciale ou territoriale. En ce qui concerne les ventes à découvert, les Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») de l'OCRCVM s'appliquent aux opérations réalisées sur les marchés boursiers canadiens (à part quelques exceptions). OCRCVM, « Qui nous sommes » (consulté le 19 juin 2019), en ligne au <https://www.ocrcvm.ca/about/Pages/default.aspx>; et OCRCVM, « Règles universelles d'intégrité du marché annotées » (7 novembre 2018), en ligne au <https://www.ocrcvm.ca/industry/rulebook/Pages/UMIR-Marketplace-Rules.aspx>, art 11.9.
- 85 La règle 2.2 des RUIM de l'OCRCVM concerne les activités qui, considérées comme « manipulatrices et trompeuses », sont interdites. Le fait de saisir un ordre de vente d'un titre sans, au moment de la saisie de l'ordre, avoir une attente raisonnable de pouvoir régler toute transaction qui découlerait de l'exécution de l'ordre, constitue une violation de la règle. Les dispositions de la règle 2.2 des RUIM n'exigent pas que le participant ou la personne ayant droit d'accès qui saisit un ordre de vente à découvert ait fait, avant de saisir l'ordre, une « confirmation positive » à l'effet qu'il est en mesure d'emprunter ou d'obtenir d'une autre manière les titres requis pour régler la vente à découvert. Toutefois, même lorsque la personne qui saisit un ordre a une « attente raisonnable » de pouvoir régler la transaction découlant de l'ordre, il pourrait être justifié, dans certaines circonstances, d'exiger de la personne qu'elle emprunte d'avance les titres visés par la vente à découvert. OCRCVM, « Règles universelles d'intégrité du marché annotées » (7 novembre 2018), en ligne au <https://www.ocrcvm.ca/industry/rulebook/Pages/UMIR-Marketplace-Rules.aspx>, art 3.2 et Politique 2.2, art 2(h).
- 86 Barbara Shecter, « Canadian Regulators Put Short Sellers on Notice over Abusive Practices », *Financial Post* (29 novembre 2018), en ligne au <https://business.financialpost.com/news/fp-street/canadian-regulators-put-companies-on-notice-over-problematic-promotions-in-sectors-such-as-cannabis-cryptocurrency> (en anglais).
- 87 Voir la réglementation applicable de l'UE : Autorité européenne des marchés financiers, « Short Selling » (consulté le 12 juin 2019), en ligne au <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/short-selling> (en anglais); et *Règlement délégué (UE) no 918/2012 de la Commission*, [2012] JO, L 274/1.
- 88 Adam Hayes, « Why Is Short Selling Legal? A Brief History » (25 août 2018), en ligne au <https://www.investopedia.com/articles/investing/110614/why-short-selling-legal-brief-history.asp> (en anglais).
- 89 Elizabeth Howell, « Short Selling Restrictions in the EU and the US: A Comparative Analysis » (2016) 16 *Journal of Corporate Law Studies* 333, p 366.
- 90 Pour obtenir plus de renseignements sur la législation australienne et singapourienne, voir Australian Securities & Investments Commission, « RG 196 Short Selling » (8 octobre 2018), en ligne au <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-196-short-selling/> (en anglais); Alternative Investment Management Association, « Singapore Introduces Investor Short Position Reporting Rules » (29 mai 2018), en ligne au <https://www.aima.org/article/singapore-introduces-investor-short-position-reporting-rules.html> (en anglais); et Stephanie Magnus et Selwyn Lim, « New SFA Rules to Improve Transparency in Short-Selling Activities » (5 octobre 2018), en ligne au <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=6d0c7511-62a0-4422-ae7e-84c872c4d501> (en anglais).
- 91 Voir Securities and Exchange Commission des États-Unis, « Fast Answers: Short Sale Volume and Transaction Data » (consulté le 13 juin 2019), en ligne au <https://www.sec.gov/answers/shortsalevolume.htm> (en anglais).
- 92 Svea Herbst-Bayliss, « Spruce Point Sees Dim Future for Dollarama, Share Price Drop » (31 octobre 2018), en ligne au <https://ca.reuters.com/article/businessNews/idCAKCN1N51H3-QCABS> (en anglais).
- 93 Spruce Point, « Dollarama Inc.: Investment Research Report » (31 octobre 2018), en ligne au <https://www.sprucepointcap.com/dollarama-inc/> (en anglais).
- 94 Barbara Shecter, « The Short Seller Who Sent Dollarama into a Spin Sees Canada as Land of Opportunity for Activism », *Financial Post* (5 mars 2019), en ligne au <https://business.financialpost.com/news/fp-street/shareholder-activism-off-the-charts-in-canada-and-short-sellers-see-more-opportunity> (en anglais).
- 95 Peter Hodson, « Five Ways Companies Can Combat Short Sellers », *Financial Post* (29 avril 2016), en ligne au <https://business.financialpost.com/investing/five-ways-companies-can-combat-short-sellers> (en anglais).