

TSXV

Table ronde sur
la négociation
à la Bourse de
croissance TSX



VOIR LE FUTUR. RÉALISER L'AVENIR.

En bref

En mars 2019, des parties prenantes (sociétés cotées, investisseurs, négociateurs, banques et autorités de réglementation) ont eu une réunion à huis clos – la Table ronde sur la négociation à la Bourse de croissance TSX (TSXV) – afin de discuter des problèmes et des possibilités que l'on trouve sur les marchés publics du capital de risque au Canada. Elles ont aussi tenté de trouver de quelle manière on pouvait renforcer notre marché financier unique au monde du fait de sa structure à deux niveaux.

Par ses commentaires soumis aux Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), la TSXV a soulevé la question de la réduction des contraintes. Pour cette raison, le débat lors de la table ronde était concentré sur les aspects structureaux, qui étaient le sujet de préoccupations exprimées par les participants au marché.

Le but de la table ronde organisée par la TSXV était de recueillir les commentaires, les opinions et les recommandations des parties prenantes en vue d'inspirer une plus grande confiance (et, dans certains cas, de la conserver) sur le marché canadien des titres de croissance.

Observations générales des participants à la table ronde

Les participants ont souligné que la TSXV est le marché sur lequel les entrepreneurs peuvent compter et qu'elle est importante pour la croissance économique du pays puisqu'elle favorise la formation de capital et qu'elle permet aux sociétés de toute taille d'accéder au capital de risque sur le marché public. Cependant, certains participants ont déclaré qu'il y avait encore matière à amélioration en ce qui concerne le marché des titres de croissance.

« La TSXV est le dernier recours pour l'entrepreneur. »

— commentaire d'un participant

Bien que les participants aient admis que certains des défis à relever étaient probablement fonction des changements macroéconomiques (p. ex. un ralentissement dans le secteur minier ou la tendance vers des conseils contre honoraires au détriment de la méthode classique de la sélection d'actions) ou des changements de style ou de règle de négociation (p. ex. l'emploi accru d'algorithmes comme outils de négociation ou de nouvelles règles de vente à découvert), les commentaires des participants étaient surtout axés sur quatre grands thèmes qui influencent actuellement les marchés des titres de croissance au Canada, en l'occurrence

- ① la liquidité
- ② la réglementation
- ③ la formation
- ④ la transparence

1

Liquidité

Les participants se sont demandés si a) la perte de confiance dans le marché a entraîné une baisse de liquidité ou si b) c'était juste une impression due à une confiance chancelante. Toutefois, la plupart d'entre eux ont trouvé que le caractère moins liquide des titres de croissance semble accentuer le problème associé à la négociation de ces titres.

« Le cœur du problème c'est le manque de liquidité. »

— commentaire d'un participant

2

Réglementation

Les participants ont aussi parlé de la nécessité d'améliorer la réglementation de certaines pratiques de négociation, alors que certains ont demandé l'adoption de règles supplémentaires. Toutefois, d'autres participants ont déclaré qu'une réglementation accrue risque de nuire aux investissements (en particulier, ceux venant de l'étranger). « Pas besoin de nous protéger... laissez la réglementation telle quelle, » a ajouté un investisseur participant.

3

Formation

Des participants ont mentionné qu'en raison du degré de connaissances que doivent avoir les gens qui négocient les titres de croissance et du taux de participation des investisseurs individuels, il faudrait avoir plus d'informations sur les outils, les marchés et les règles en matière de négociation.

« Le problème c'est que les investisseurs sont inexpérimentés [dans la négociation d'actions]... le pire est le manque de connaissances chez les investisseurs. »

— commentaire d'un participant

4

Transparence

Des sociétés ont exprimé leurs préoccupations concernant certains mécanismes susceptibles de réduire la transparence d'une opération et estiment que si ce problème pouvait être réglé, les investisseurs seraient plus confiants. En particulier, le recours à des marchés opaques pour la négociation de titres de croissance a été pointé du doigt. Cependant, des négociateurs dans la salle ont affirmé que les marchés opaques peuvent profiter aux clients, y compris les clients individuels. L'anonymat du courtier lors d'une opération a aussi été décrié.

« Ils [les investisseurs individuels] ignorent qu'il existe de 10 à 15 marchés de négociation... »

— commentaire d'un participant

« Il faut plus de transparence – aucun marché opaque – pour accroître le volume. Plus les choses sont transparentes, plus rassurés seront les gens. »

— commentaire d'un participant

« Les courtiers ne profitent pas d'un marché opaque... un ordre individuel profitera d'un meilleur prix. »

— commentaire d'un participant

Préoccupations particulières de certains participants et recommandations des participants

La liquidité, la réglementation, la formation et la transparence ont été les thèmes centraux de la table ronde, mais des préoccupations particulières ont été exprimées et abordées, et des recommandations ont été formulées à l'égard des éléments suivants :

Les règles de négociation

Les lacunes de la réglementation

L'interprétation et la disponibilité des données

Règles de négociation

La nature d'une négociation de fin de journée a fait l'objet d'une discussion par le groupe, car certains émetteurs se sont dits préoccupés par les opérations de fin de journée qui peuvent influencer le cours d'un titre, ce qui oblige souvent la direction de l'émetteur à fournir une explication aux investisseurs. Plus particulièrement, les ventes à découvert et les marchés opaques ont été les thèmes dont on a longtemps discuté lors du débat sur les règles de négociation. Des participants ont aussi fait la remarque que le caractère peu liquide de beaucoup de titres de la TSXV peut amplifier les effets d'une lacune dans la structure de négociation.

Lors du débat, il a été mentionné que même s'il était facile de blâmer les ventes à découvert, celles-ci font partie d'un marché sain. Toutefois, ce point n'a pas été approfondi. Certains participants ont plutôt formulé des recommandations particulières sur les ventes à découvert qui permettraient d'augmenter la confiance dans la négociation de titres de croissance. Ces recommandations ont porté sur deux thèmes précis : la vente à découvert à un cours inférieur à celui de l'opération précédente, particulièrement vers la fin de la journée; la couverture intentionnelle des positions vendeur par des titres émis dans le cadre de placements privés.

Vente à découvert à un cours inférieur — De précédents travaux de recherche¹ de l'OCRCVM ont indiqué que le test d'écart (*tick test*) n'était pas un outil efficace pour limiter une baisse systémique importante et rapide des cours. L'OCRCVM n'applique plus le test d'écart depuis 2012 non seulement pour cette raison, mais aussi en raison d'autres travaux de recherche qu'il a menés sur la vente à découvert. Toutefois, certains avancent toujours que le marché des titres de croissance n'est pas assez volumineux ou liquide pour les ventes à découvert non restreintes. Les émetteurs participants ont souhaité plus de conditions à imposer aux ventes à découvert. Par exemple, il a été suggéré que les règles de la vente à découvert soient fonction de la liquidité des sociétés et/ou de leur taille (capitalisation boursière) afin de limiter les ventes à découvert de titres peu liquides.

Placements privés — La capacité d'un investisseur à couvrir ses positions vendeur à l'aide de titres émis dans le cadre d'un placement privé a aussi été débattue. Plus particulièrement, des participants ont mentionné le règlement dit **Regulation M**² des États-Unis et ont demandé pourquoi les autorités canadiennes

« Vendre à découvert à un cours inférieur » (*shorting on a down-tick*) est une expression utilisée lorsqu'une vente à découvert est réalisée à un cours inférieur à celui de la dernière opération visant un titre.

Le test d'écart de l'OCRCVM limitait généralement la vente à découvert d'un titre, sauf si celui-ci était négocié au cours actuel ou à un cours supérieur à celui de la dernière vente.

1. Voir l'Avis sur les règles n° 11-0077 de l'OCRCVM, intitulé « Mouvement des cours et activité de ventes à découvert : L'affaire de la Bourse de croissance TSX », à l'adresse http://www.ocrcvm.ca/Documents/2011/2360b592-c485-47d2-bc1d-d666bd9f1cc3_fr.pdf#search=bourse%20de%20croissance%20tsx%20write%3E%3D2011%2F01%2F01%20AND%20write%3C%3D2011%2F03%2F01.

2. Le **Regulation M** limite la capacité de couvrir les ventes à découvert à l'aide de placements privés. Pour en savoir plus sur le **Regulation M** (en anglais), cliquez sur le lien suivant : <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/risk-alert-091713-rule105-regm.pdf>.

n'ont pas adopté de règles similaires pour limiter la couverture des ventes à découvert au moyen d'actions émises par voie de placements privés. Certains participants ont trouvé qu'il manquait un tiers des règles américaines dans la réglementation canadienne.

Marchés opaques et négociation cachée — Alors que le débat sur les règles de négociation a surtout porté sur les ventes à découvert, la question de l'avantage des négociations cachées a aussi été soulevée. Il en ressort qu'on est peu conscient du rôle important que la négociation cachée représente pour le marché. Comme il a été mentionné plus haut, certaines sociétés sont inquiètes d'une perte éventuelle de confiance chez les investisseurs à l'égard des négociations cachées à cause du manque de transparence préouverture. Par contre, d'autres participants trouvaient que les négociations cachées avaient ses avantages (p. ex. lorsqu'on veut réduire l'incidence, sur le marché, d'un grand volume d'ordres et/ou des ordres difficiles à exécuter ou lorsqu'un client individuel bénéficie d'une amélioration du cours en appariant sa négociation avec des ordres cachés).

Recommandations sur les règles de négociation formulées par les participants à la table ronde

Les participants ont suggéré des règles à adopter concernant la négociation, en l'occurrence :

- A. l'application d'un règlement équivalent au **Regulation M** des États-Unis (pour interdire la couverture des ventes à découvert par des actions émises dans le cadre de placements privés);
- B. La réintroduction du « test d'écart » pour la vente à découvert et l'imposition de restrictions additionnelles sur les ventes à découvert sur la base d'autres paramètres tels que la liquidité, la taille de l'entreprise (capitalisation boursière) ou un volume minimal de négociations.

Lacunes de la réglementation

Comme il a été mentionné plus haut, une augmentation des règles n'a pas reçu l'accord unanime des participants à la table ronde. Toutefois, trois éventualités ont été débattues : une meilleure réglementation des ordres d'origine étrangère; la réglementation de certaines messageries diffusées dans les réseaux sociaux; et la réglementation des publications sur les ventes à découvert.

Meilleure réglementation des négociations d'origine étrangère — Les participants ont souhaité que les investissements au Canada en provenance de l'étranger augmentent, mais quelques-uns s'inquiétaient particulièrement de certains ordres d'origine étrangère en raison des pratiques de négociation discutables dans ces territoires. Cependant, on a souligné le fait que les maisons de courtage ont une obligation de surveillance en bloquant les investisseurs dont les activités sont douteuses. En outre, la TSXV est consciente que lorsqu'un ordre discutable provient de l'étranger, les représentants de l'OCRCVM qui coopèrent avec l'ACVM et d'autres organismes de réglementation enquêtent sur le cas.

Réglementation des réseaux sociaux — Il a été question de la responsabilité des réseaux sociaux dans le déséquilibre causé par la diffusion de l'information. Un participant a affirmé : « certaines personnes à mon pupitre passent plus de temps à chercher dans Twitter... cela peut causer une fluctuation du marché... il nous faut un cadre pour que l'information puisse être transmise sur cette plateforme... cela atténuera la volatilité. »

Réglementation des rapports de recherche volontairement trompeurs sur la vente à découvert — On a signalé que des rapports de recherche volontairement trompeurs sont impunément publiés. Un participant a suggéré que les organismes de réglementation devraient enquêter sur les ventes à découvert non déclarées en examinant les prêteurs de titres et en surveillant l'information fournie.

Recommandations sur les lacunes de la réglementation formulées par les participants à la table ronde

Les participants ont fait trois suggestions concernant les changements à apporter à la réglementation :

- A. Resserrement de la réglementation et mesures coercitives en matière d'opérations discutables venant de l'étranger.
- B. Examen continu du cadre réglementaire de l'information diffusée dans les réseaux sociaux et application de ce cadre.
- C. Surveillance des publications volontairement trompeuses sur les ventes à découvert.

Données

Le débat sur les données était axé sur les points suivants : une information plus exacte sur les cours; la diffusion d'informations sur les volumes de négociations; les activités de négociation anonymes.

Information plus exacte sur les cours — Quelques participants ont fait la remarque que le cours de clôture d'un titre n'indique pas nécessairement sa vraie valeur, alors que ce cours constitue la principale référence pour l'investisseur. Sur ce point, un dirigeant d'entreprise a affirmé : « Nous pourrions avoir une journée boursière exemplaire... et pourtant, à la fin de la journée, une seule vente, si petit soit le volume, à un cours inférieur à celui de l'opération précédente peut se traduire par un cours de clôture à la baisse. »

Informations sur les volumes de négociation — Un autre sujet abordé a été la perception d'un volume de négociations en baisse du fait de la fragmentation des négociations entre plusieurs plateformes. Au dire d'un participant, beaucoup de gens ignorent le volume quotidien exact ou n'en voient que la moitié. Un autre a affirmé que les pratiques actuelles sous-estiment la liquidité.

Négociation anonyme — Un participant a soulevé la question du caractère anonyme des négociations. Avant que l'option d'anonymat ne soit offerte, les négociateurs pouvaient se servir de la fonction jitney pour obtenir un effet similaire. Néanmoins, certains étaient encore d'avis que les négociations anonymes suscitaient la méfiance des investisseurs.

Actuellement au Canada, 14 marchés négocient les titres inscrits à la cote de la Bourse de croissance TSX.

La négociation anonyme pour les titres inscrits à la TSXV représente près de 25 % du volume du marché pour ces titres et ce pourcentage s'aligne avec les proportions observées pour les titres inscrits à la TSX.

Recommandations sur les données formulées par les participants à la table ronde

Les participants ont fait trois suggestions concernant la représentation des données :

- A. Établissement et publication d'un cours moyen pondéré en fonction du volume pour le jour même et du cours de clôture.
- B. Publication d'informations sur le volume total canadien et sur le dernier prix de vente de fin de journée des titres de la TSXV.
- C. Publication plus rapide des rapports sur les négociations anonymes.

Conclusions et position de la TSXV

Dans l'ensemble, la TSXV a entendu les problèmes soulevés par les participants et elle reconnaît que ces problèmes relèvent surtout du manque de liquidité associé habituellement aux titres de croissance. Ces problèmes se trouvent non seulement à la TSXV, mais dans tous les marchés de négociation canadiens. La TSXV est déterminée à soutenir les participants au marché et à demeurer à l'écoute de leurs suggestions.

Les recommandations particulières venant des participants à la table ronde ne peuvent être considérées comme des problèmes que la TSXV doit résoudre à elle seule. Tous les organismes de réglementation canadiens pertinents (y compris la TSXV, les ACVM et l'OCRCVM) doivent plutôt les examiner attentivement en fonction de leurs mandats respectifs et de leurs parties prenantes respectives.

Voici les conclusions formulées par la TSXV après examen des commentaires émis par les participants à la table de ronde :

- 1. Règlement dit Regulation M** : La TSXV analysera le Regulation M de concert avec les ACVM et l'OCRCVM afin de déterminer la pertinence de son adoption sur le marché canadien.
- 2. Vente à découvert** : Avec les conseils des ACVM et de l'OCRCVM, la TSXV déterminera s'il est envisageable de réévaluer les règles de la vente à découvert pour les titres inscrits à la TSXV. La réévaluation pourrait permettre de conclure s'il convient de rétablir le test d'écart (*tick test*) ou d'adopter d'autres restrictions si la situation le justifie.
- 3. Négociation depuis l'étranger** : La TSXV n'a pas la responsabilité directe de faire observer les règles de négociation, mais elle estime que les organismes de réglementation canadiens contrôlent et assurent avec efficacité le respect des règles de négociation à partir du Canada ou de l'étranger. La TSXV convient que les organismes de réglementation et les maisons de courtage doivent continuer d'assumer leurs responsabilités et leurs obligations de surveillance à l'égard des participants, peu importe dans quel pays se trouve l'investisseur source.
- 4. Négociation cachée** : La TSXV est d'avis que la négociation cachée est une option utile pour certains investisseurs, sous condition d'une réglementation adéquate, mais elle reconnaît qu'une formation plus étendue pourrait permettre d'éliminer les préoccupations et les idées fausses.
- 5. Données** : La TSXV analysera la possibilité de fournir d'autres données sur les cours sur ses plateformes de données. Elle reconnaît l'importance de fournir davantage d'information aux investisseurs et aux émetteurs quant à la façon d'accéder aux données de négociation consolidées (tous les marchés de négociation du Canada) depuis les plateformes de TMX.
- 6. Publications volontairement trompeuses** : La TSXV croit qu'il est important de détecter l'information d'entreprise et les rapports de recherche volontairement trompeurs et elle souligne qu'il s'agit d'un grave problème qui se pose pour tous les principaux marchés financiers du monde. La TSXV appuie les efforts d'enquête et de réglementation des ACVM visant l'information d'entreprise et les recherches portant sur la vente à découvert volontairement trompeuses.

Par ailleurs, dans le cadre de l'amélioration continue des marchés, la TSXV collaborera avec les parties prenantes et les organismes de réglementation au sujet de ce qui suit :

1

Envisager d'offrir que les titres des émetteurs inscrits à la TSXV soient négociés sur le « marché local seulement » afin de réduire la fragmentation des activités de négociation, de procurer une plus grande transparence aux investisseurs et d'assurer à la TSXV une meilleure visibilité sur les opérations des participants au marché.

2

Offrir de la formation et de l'information aux émetteurs sur la négociation et les méthodes de négociation par le truchement de nos programmes de formation continue.

3

Continuer d'être à l'écoute des suggestions des clients et des participants des secteurs et collaborer avec les autres partenaires du milieu de la réglementation aux fins d'analyse des recommandations formulées par les participants à la table ronde. Les parties prenantes sont priées de transmettre leurs commentaires et opinions à venturefeedback@tmx.com.



VOIR LE FUTUR. RÉALISER L'AVENIR.

© TSX Inc., 2019. Tous droits réservés. Les renseignements qui figurent dans le présent document sont fournis à titre informatif seulement. Groupe TMX Limitée et ses sociétés affiliées ne peuvent être tenus responsables des erreurs ou des omissions éventuelles ou de l'utilisation qui peut être faite des renseignements obtenus au moyen de liens vers des sites tiers. L'information présentée ne vise pas à encourager l'achat de titres inscrits à la Bourse de croissance TSX. Le présent article ne fournit ni ne doit être interprété comme fournissant des conseils de négociation ou d'investissement, ou des conseils à des fins juridiques, comptables, fiscales, commerciales, financières ou autres, et vous ne devriez pas vous y fier à ces fins. Il est recommandé de consulter des conseillers professionnels. L'inscription à la cote de la Bourse de croissance TSX ne garantit pas le rendement futur d'un titre ou d'un émetteur. TMX, le logo de TMX, Groupe TMX, Bourse de croissance TSX et TSXV sont des marques de commerce de TSX Inc. Les autres marques de commerce mentionnées appartiennent à leurs propriétaires respectifs.

tsx.com/venture