

**BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION
EN VALEURS MOBILIÈRES**

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL

DOSSIER N° : 2008-033

DÉCISION N° : 2008-033-006

DATE : Le 19 février 2009

EN PRÉSENCE DE : M^e ALAIN GÉLINAS

**DANS L'AFFAIRE DE LA DEMANDE
DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS, DEMANDERESSE,
RELATIVE À LA VENTE À
DÉCOUVERT**

ORDONNANCE D'INTERDICTION D'OPÉRATION SUR VALEURS
[Art. 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-
1.1) et art. 93 (6°) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*
(L.R.Q., chap. A-33.2)]

M^e Richard Proulx
Procureur de l'Autorité des marchés financiers

Date d'audience : 3 octobre 2008

DÉCISION

Le 3 octobre 2008, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« *Autorité* ») a déposé auprès du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci-après le « *Bureau* ») une demande afin que ce dernier prononce une ordonnance d'interdiction d'opération sur valeurs *ex parte*, en vertu de l'article 93 (6°) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*¹ et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²; le but recherché étant d'interdire toute opération constituant une vente à découvert.

LES INTERDICTIONS DE VENTE À DÉCOUVERT PRÉCÉDENTES

Il est à noter que le 19 septembre 2008, l'Autorité avait adressé une première demande au même effet au Bureau et que, suite à une audience *ex parte* tenue le même jour, le Bureau avait prononcé verbalement une interdiction de toute vente à découvert sur les titres des sociétés désignées dans la demande de l'Autorité³. Le 17 novembre 2008, le Bureau a publié les motifs écrits de cette décision⁴.

Ensuite, l'Autorité s'est, le 23 septembre 2008, à nouveau adressée au Bureau pour que ce dernier prononce une nouvelle interdiction d'opération sur valeurs de toute vente à découvert sur les titres des sociétés désignées dans la demande de cet organisme; cette seconde demande était due au fait que la Securities and Exchange Commission des États-Unis (ci-après la « *SEC* ») avait amendé sa décision originale du 18 septembre 2008 tout comme la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (ci-après la « *CVMO* »).

Suite à une audience tenue le même jour, le Bureau a accédé à la demande de l'Autorité et a prononcé verbalement une interdiction de toute vente à découvert sur les titres des sociétés désignées dans la demande de l'Autorité⁵. Le Bureau a publié les motifs écrits de cette décision le 16 janvier 2009⁶.

LA TROISIÈME DEMANDE D'INTERDICTION DE L'AUTORITÉ

-
1. L.R.Q., c. A-33.2.
 2. L.R.Q., c. V-1.1.
 3. Décision n° 2008-033-001 du 19 septembre 2008.
 4. *Dans l'affaire de la demande de l'Autorité des marchés financiers, demanderesse, relative à la vente à découvert*, 21 novembre 2008, Vol. 5, n° 46, BAMF, 15.
 5. Décision n° 2008-033-002 du 23 septembre 2008.
 6. *Dans l'affaire de la demande de l'Autorité des marchés financiers, demanderesse, relative à la vente à découvert*, Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, Décision n° 2008-033-005, 16 janvier 2009, A. Gélinas, 11 pages.

La troisième demande de l'Autorité a été présentée en vertu de l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁷ selon lequel il est loisible au Bureau de prononcer une décision affectant défavorablement les droits d'une personne sans audition préalable, lorsqu'un motif impérieux le requiert.

L'Autorité a déposé avec sa demande l'affidavit requis par l'article 19 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*⁸, en vertu duquel une demande fondée sur des motifs impérieux doit être accompagnée d'une déclaration sous serment écrite à l'appui des faits de la demande et des motifs impérieux.

Des copies conformes de la demande de l'Autorité, de l'Annexe A de la demande et de la déclaration sous serment sont annexées à la présente décision.

Faisant suite à cette demande, le Bureau a, le même jour, tenu une audience *ex parte* à son siège. Suite à l'audience, le tribunal a rendu verbalement sa décision le 3 octobre 2008; voici les motifs écrits de cette décision. Le Bureau rappelle d'abord les faits qui ont été allégués par l'Autorité dans sa demande du 3 octobre, ainsi que les arguments à l'appui de celle-ci.

LES FAITS DE LA DEMANDE

1. La Securities and Exchange Commission des États-Unis prononce le 18 septembre 2008 une ordonnance (ci-après l'« *Ordonnance* ») intitulée « *Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments* » visant les émetteurs précisés à l'Ordonnance⁹.
2. L'ordonnance est prononcée en raison du « *continued potential of sudden and excessive fluctuations of securities prices and disruption in the functioning of the securities markets that could threaten fair and orderly markets* ».
3. Plusieurs des émetteurs visés par l'Ordonnance sont des émetteurs intercotés sur les marchés financiers canadiens et certains ont leur siège social au Québec.
4. Le 19 septembre 2008, la Financial Service Authority (« FSA ») du Royaume-Uni adopte une règle intitulée « *Short Selling (No2) Instrument 2008* »¹⁰ sensiblement au même effet.

7. Précitée, note 2.

8. R.R.Q., V-1.1, r. 0.1.3.

9. Release N° 34-58592 / September 18, 2008, 4 pages and Appendix A.

10. Financial Services Authority, *Communique – FSA statement on short positions in financial stocks*, FSA/PN/102/2008, 18 September 2008, 2 pages; *Short Selling (No2) Instrument 2008*, FSA2008/50, 18 September 2008, 1 page; Annex A and B; FSA amended list, as at 19

5. Le 19 septembre 2008, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce la décision n° 2008-033-01 interdisant jusqu'au 3 octobre 2008, à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert sur les titres des émetteurs mentionnés à l'annexe A de ladite décision, sauf certaines exceptions¹¹.
6. Le 21 septembre 2008, la SEC amende l'Ordonnance afin d'en modifier certaines conclusions notamment pour ne viser que les actions ordinaires des émetteurs visés au lieu de l'ensemble des titres de ces derniers¹².
7. Le 22 septembre 2008, la CVMO prononce une décision similaire à celle rendue le 21 septembre 2008 par la SEC¹³.
8. Le 23 septembre 2008, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce la décision n° 2008-033-02 abrogeant la décision n° 2008-033-01¹⁴.
9. Le 23 septembre 2008, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce la décision n° 2008-033-02 interdisant jusqu'au 3 octobre 2008, à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnées à l'annexe A de ladite décision, sauf certaines exceptions¹⁵.
10. Le 2 octobre 2008, la SEC prolonge l'Ordonnance jusqu'à la plus rapprochée des dates suivantes soit le 17 octobre ou trois jours ouvrables après la signature du « *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (H.R. 1424) » par le président des États-Unis¹⁶.
11. Le 3 octobre 2008, le président des États-Unis signe le « *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* »¹⁷.
12. Le 3 octobre 2008, la CVMO prononce également une décision similaire à celle prononcée le 22 septembre 2008, sauf l'exclusion d'Aberdeen Asia-

September 2008, of UK incorporated banks and insurers in connection with SHORT SELLING (NO 2) INSTRUMENT 2008, 1 page.

11. Précitée, note 3.

12. *Amendment to Emergency Order Pursuant to Section 12(k)(2) of The Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market Developments*, Release N° 58611 / September 21, 2008, 5 pages.

13. *In the Matter of Certain Financial Sector Issuers*, Ontario Securities Commission, Toronto, September 22, 2008, J. A. E. Turner and L. Ritchie, 4 pages and Schedules A and B.

14. Précitée, note 5.

15. *Ibid.*

16. *Order Extending Emergency Order Pursuant to Section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to market Developments*, Release N° 58723 / October 2, 2008, 2 pages.

17. H.R. 1424.

Pacific Income Investment Company Ltd., pour être en vigueur jusqu'au 8 octobre 2008¹⁸.

À l'appui de sa demande, l'Autorité a invoqué les arguments suivants :

- a. La décision n° 2008-033-03 est moins restrictive que la décision n° 2008-033-01 prononcée antérieurement par le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières le 19 septembre 2008 dans le présent dossier.
- b. Il est dans l'intérêt public pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce une interdiction d'opération sur valeurs en vertu de l'article 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁹ à l'encontre de toute personne qui effectue une opération constituant une vente à découvert sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'annexe A de la demande de l'Autorité pour les motifs ci-haut mentionnés.
- c. Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd. est exclue de l'annexe A parce qu'elle n'est pas un émetteur intercoté tel que mentionné au paragraphe 3 de la demande.
- d. La définition de vente à découvert est celle prévue à l'annexe B de la demande de l'Autorité.
- e. Il est impérieux pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment pour prévenir l'arbitrage réglementaire, que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce sa décision sans audition préalable conformément à l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁰ pour les motifs ci-haut mentionnés.

L'Autorité a demandé au Bureau de prononcer une décision interdisant la vente à découvert, mais avec les exceptions suivantes :

- i) toute vente à découvert effectuée conformément à la Règle 3.1, *Restrictions applicables aux ventes à découvert* des RUIM²¹, paragraphes 2a), b), d) et g); toutefois, aucun courtier remplissant les obligations d'un teneur de marché (« *teneur de marché* ») ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette

18. *In the Matter of Certain Financial Sectors Issuers*, Ontario Securities Commission, October 3rd, 2008, L. E Ritchie et P. K. Bates, 4 pages.

19. Précitée, note 2.

20. *Ibid.*

21. Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»).

à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionné à l'Annexe A;

- ii) toute vente à découvert effectuée par un courtier inscrit agissant pour compte propre pour faciliter, avec un client ou une autre partie, a) une opération sur titres ayant une valeur au cours du marché d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte dès que possible, ou b) une opération sur dérivés ayant une valeur notionnelle d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte dès que possible; toutefois, aucun courtier facilitant l'opération visée en a) ou b) ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'annexe A s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionnés à l'Annexe A;
- iii) toute vente à découvert effectuée pour se conformer à la Règle 5.2, *Meilleur cours* des RUM;
- iv) toute vente à découvert effectuée en raison de l'exercice ou de la cession automatiques d'une option sur actions ou à l'occasion du règlement d'un contrat à terme standardisé détenus avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option ou du contrat à terme;
- v) toute vente d'un titre visé au paragraphe g) de l'Annexe B dont le vendeur est propriétaire véritable, si la vente est effectuée sous le régime d'une dispense de l'obligation de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable;
- vi) toute vente à découvert effectuée pour ajuster une position sur dérivés couverte afin de maintenir l'exposition au risque couverte conformément au paragraphe ii) ci-dessus ou qui existait au moment de la prise d'effet de la présente temporaire;
- vii) toute vente à découvert d'une action ordinaire d'un émetteur visé à l'Annexe A effectuée par le vendeur d'une option d'achat en raison de la cession de l'action après l'exercice de l'option par le détenteur.

Les émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande de l'Autorité sont les suivants :

- Bank of Montreal - BMO

- Bank of Nova Scotia (The) - BNS
- Canadian Imperial Bank of Commerce - CM
- Fairfax Financial Holdings Limited - FFH
- Kingsway Financial Services Inc. - KFS
- Manulife Financial Corporation - MFC
- Quest Capital Corp. - QC
- Royal Bank of Canada - RY
- Sun Life Financial Inc. - SLF
- Thomas Weisel Partners Group Inc. - TWP
- Toronto-Dominion Bank (The) - TD
- Merrill Lynch and Co., Canada Ltd. - MLC

L'AUDIENCE DU 3 OCTOBRE 2008

LA PREUVE DE L'AUTORITE

Au cours de l'audience *ex parte* du 3 octobre 2008, le procureur de l'Autorité a fait entendre le témoignage d'un analyste financier à l'emploi de cet organisme. Avec l'autorisation du tribunal, la preuve que représentait le témoignage que cet analyste avait fait le 23 septembre 2008 a été versée au dossier de l'audience du 3 octobre 2008. Puis, il a témoigné des motifs pour lesquels l'Autorité demandait au Bureau de prononcer une nouvelle interdiction d'opération sur valeurs à l'encontre des ventes à découvert.

Ces raisons sont une nouvelle décision de la SEC prolongeant sa décision antérieure du 18 septembre 2008²² jusqu'à ce que le président des Etats-Unis signe *The Emergency Economic Stabilization Act of 2008*²³ ou jusqu'à 11 h 59, le 17 octobre 2008²⁴. Il appert aussi que la CVMO a prononcé une décision²⁵ au même effet que celle de la SEC.

Le procureur de l'Autorité a ensuite expliqué au tribunal la raison pour laquelle la société Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd. a été rayée de la liste des sociétés dont les titres ne peuvent faire l'objet d'une vente à découvert. Il a aussi expliqué les exceptions applicables à la décision qu'il demande au Bureau de prononcer. Enfin, l'Autorité a demandé au Bureau d'autoriser que la signification de sa décision puisse se faire par communiqué de presse ou tout autre moyen déterminé par la demanderesse au présent dossier.

22. Précitée, note 9.

23. Précitée, note 17.

24. Précitée, note 16.

25. Précitée, note 21.

LA DECISION VERBALE DU BUREAU

Suite à l'audience du 3 octobre 2008, le Bureau a rendu une décision verbale dont le texte est reproduit ci-après :

« **Décision 2008-033-003** :

Considérant que la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., c. V-1.1) vise à assurer le bon fonctionnement du marché et la protection des investisseurs;

Considérant la situation actuelle des marchés;

Considérant la décision de la Securities and Exchange Commission (S.E.C.) rendue le 2 octobre 2008;

Considérant la décision de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (C.V.M.O.), en date d'aujourd'hui;

Considérant que le président des États-unis a signé aujourd'hui le *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (H.R. 1424);

Considérant le témoignage de M. Boisvert;

Considérant qu'une approche concertée est souhaitable dans le présent dossier pour éviter l'arbitrage réglementaire;

Considérant que le Bureau doit exercer sa discrétion dans l'intérêt public;

En conséquence, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières accorde la requête telle que demandée et autorise la signification de la décision par communiqué de presse ou par tout autre moyen déterminé par l'A.M.F.

Les motifs écrits sont à suivre. »²⁶

L'ANALYSE

La présente décision expose les motifs écrits de la décision verbale rendue le 3 octobre 2008.

Rappelons rapidement en quoi consiste la vente à découvert :

« Short selling involves a sale of a security that the seller does not own or that is consummated by the delivery of a security borrowed by or on behalf of the seller.²⁷ »

La vente à découvert a été soigneusement définie dans un texte intitulé *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»)²⁸ adoptée par l'Organisme canadien

26. Décision n° 2008-033-003 du 3 octobre 2008.

27. Securities and Exchange Commission, "Naked" Short Selling Antifraud Rule, 17 CFR, Part 240, 61667.

de réglementation du commerce des valeurs mobilières (ci-après l'« Organisme ») qui « *a mis sur pied des règles universelles d'intégrité du marché qui représentent un ensemble commun de règles de négociation applicables à tous les marchés de titres de participation canadiens. Celles-ci ont pour but d'assurer aux épargnants que les transactions sont faites équitablement.*²⁹ ».

Ces règles de l'Organisme définissent la vente à découvert à l'article 1 – *Définition et interprétation de ces règles :*

« **vente à découvert** Vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire, et, à cette fin, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre si, selon le cas :

- a) il a acheté le titre ou s'est engagé à le faire par contrat inconditionnel, mais ne l'a pas encore reçu;
- b) il a déposé un autre titre pour le convertir ou l'échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre;
- c) il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et a levé l'option;
- d) il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription;
- e) il vend un titre dans le cadre d'une transaction sur titres vendus avant l'émission et il s'est engagé par contrat, contraignant pour les deux parties et conditionné uniquement par l'émission ou le placement du titre, à acheter ce titre,

cependant, un vendeur n'est pas réputé être propriétaire d'un titre dans les cas suivants :

- f) le vendeur a emprunté le titre à remettre au règlement de la transaction et il n'est pas par ailleurs réputé être propriétaire du titre au sens de la présente définition;
- g) le titre que le vendeur détient est assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières applicables, une bourse ou un SCDO à titre de condition à l'inscription;
- h) la date de règlement ou d'émission relativement :
 - (i) à un contrat d'achat inconditionnel,
 - (ii) au dépôt d'un titre pour le convertir ou l'échanger,
 - (iii) à la levée d'une option,
 - (iv) à l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription

28. Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»), précitée note 11.

29. Carole Turcotte, *Le droit des valeurs mobilières*, Les Éditions Yvon Blais Inc., Cowansville, 2005, 57-58.

serait, dans le cours normal, postérieure à la date en vue du règlement de la vente. »

La SEC a prononcé une décision le 2 octobre 2008 afin de modifier sa décision antérieure³⁰; on y retrouve les motifs qui en ont justifié l'adoption :

« (...) Section 12(k)(2)(C) authorizes the Commission to extend an emergency order issued pursuant to Section 12(k)(2)(A) of the Exchange Act for a total effective period of up to 30 calendar days, if the Commission finds that the emergency still exists and determines that an extension is necessary in the public interest and for the protection of investors to maintain fair and orderly securities markets.

We have carefully reevaluated the current state of the markets and we remain concerned about the potential for sudden and excessive fluctuations of securities prices generally and disruption in the functioning of the securities markets that could threaten fair and orderly markets. We intend the prohibition to restore investor and market confidence by preventing short selling from being used to drive down the prices of securities in financial institutions even where there is no fundamental basis for a price decline other than general market conditions. Thus, we have determined in this environment that the standards under Section 12(k)(2) for extending the Order have been met. Accordingly, we have determined that extending the Order is in the public interest and necessary to maintain fair and orderly securities markets and for the protection of investors. »³¹

La nouvelle décision prononcée par la CVMO³² se situe dans la même veine.

Le Bureau est tout à fait conscient du contexte dans lequel se trouvent les marchés financiers au moment où l'Autorité lui adresse sa nouvelle demande *ex parte* d'interdiction d'opération sur valeurs. Le tribunal souligne que les motifs invoqués dans sa décision du 17 novembre 2008³³ sont applicables en l'espèce.

Après avoir pris connaissance de la récente décision américaine qui a été soumise par la demanderesse³⁴ ainsi que la décision de la CVMO³⁵, notre tribunal ne peut qu'être d'accord avec l'évaluation de ces organismes. Dans ces circonstances, le tribunal est prêt à prononcer la décision demandée pour permettre les modifications requises. Il est aussi prêt à accueillir la demande de l'Autorité pour un mode spécial de signification³⁶.

LA DÉCISION

30. Précitée, note 16.

31. *Id.*, 1-2.

32. Précitée, note 18.

33. Précitée, note 4.

34. Précitée, note 7.

35. Précitée, note 18.

36. *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*, précité, note 8.

Après avoir pris connaissance de la demande de l'Autorité des marchés financiers, du témoignage de l'analyste financier qui est à son emploi, de la documentation que ce dernier a déposé en preuve et des représentations du procureur de l'Autorité, le Bureau arrive à la conclusion que la plus récente demande de prononcer une nouvelle interdiction d'opération sur valeurs *ex parte* à l'encontre de la vente à découvert, telle qu'introduite par l'Autorité, est bien fondée.

Par conséquent, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce la décision suivante, en vertu du paragraphe 6° de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*³⁷ et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³⁸ :

Il interdit, jusqu'au 8 octobre 2008 inclusivement à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert au sens de l'Annexe B de la demande de l'Autorité sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la même demande, à l'exception de :

- i) toute vente à découvert effectuée conformément à la Règle 3.1, *Restrictions applicables aux ventes à découvert des Règles universelles d'intégrité du marché*³⁹, paragraphes 2 a), b), d) et g); toutefois, aucun courtier remplissant les obligations d'un teneur de marché (« *teneur de marché* ») ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande de l'Autorité s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionné à l'Annexe A de la demande de l'Autorité;
- ii) toute vente à découvert effectuée par un courtier inscrit agissant pour compte propre pour faciliter, avec un client ou une autre partie, a) une opération sur titres ayant une valeur au cours du marché d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte dès que possible, ou b) une opération sur dérivés ayant une valeur notionnelle d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte

37. Précitée, note 1.

38. Précitée, note 2.

39. Précitée, note 21.

dès que possible; toutefois, aucun courtier facilitant l'opération visée en a) ou b) ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'annexe A s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionnés à l'Annexe A;

- iii) toute vente à découvert effectuée pour se conformer à la Règle 5.2, *Meilleur cours des Règles universelles d'intégrité du marché*;
- iv) toute vente à découvert effectuée en raison de l'exercice ou de la cession automatiques d'une option sur actions ou à l'occasion du règlement d'un contrat à terme standardisé détenus avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option ou du contrat à terme;
- v) toute vente d'un titre visé au paragraphe g) de l'Annexe B dont le vendeur est propriétaire véritable, si la vente est effectuée sous le régime d'une dispense de l'obligation de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable;
- vi) toute vente à découvert effectuée pour ajuster une position sur dérivés couverte afin de maintenir l'exposition au risque couverte conformément au paragraphe ii) ci-dessus ou qui existait au moment de la prise d'effet de la présente temporaire;
- vii) toute vente à découvert d'une action ordinaire d'un émetteur visé à l'Annexe A effectuée par le vendeur d'une option d'achat en raison de la cession de l'action après l'exercice de l'option par le détenteur.

Les émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande de l'Autorité visés par la présente décision sont les suivants :

- Banque de Montréal - BMO
- Banque de Nouvelle-Écosse - BNS
- Banque canadienne impériale de commerce - CM
- Fairfax Financial Holdings Limited - FFH
- Kingsway Financial Services Inc. - KFS

- Manulife Financial Corporation - MFC
- Quest Capital Corp. - QC
- Banque Royale du Canada - RY
- Financière Sun Life Inc. - SLF
- Thomas Weisel Partners Group Inc. - TWP
- Banque Toronto-Dominion - TD
- Merrill Lynch and Co., Canada Ltd. - MLC

De plus, le Bureau, en vertu de l'article 16 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*⁴⁰, autorise l'Autorité à signifier la présente décision par communiqué de presse ou par tout autre moyen.

La décision n° 2008-033-02 prononcée par le Bureau le 23 septembre 2008⁴¹ cessera d'avoir effet à partir de la date de la décision verbale du 3 octobre 2008.

Le Bureau tient à rappeler que le dispositif de la présente décision a été rendu verbalement suite à l'audience tenue le 3 octobre 2008.

Fait à Montréal, le 19 février 2009.

(S) Alain Gélinas

M^e Alain Gélinas, président

40. Précité, note 8.

41. Les motifs écrits de cette décision ont été prononcés le 17 novembre 2008; précitée, note 4.

DEMANDE

**BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION
EN VALEURS MOBILIÈRES**

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL
DOSSIER N° 2008-033

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
800, square Victoria
22^e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Demanderesse

Demande de l'Autorité des marchés financiers en vertu du paragraphe 6° de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, L.R.Q., c. A-33.2 et des articles 265, 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* L.R.Q., c. V-1.1

1 La Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis prononce le 18 septembre 2008 une ordonnance (ci-après l'«Ordonnance») intitulée « Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments » visant les émetteurs précisés à l'Ordonnance.

2 L'ordonnance est prononcée en raison du « continued potential of sudden and excessive fluctuations of securities prices and disruption in the functioning of the securities markets that could threaten fair and orderly markets ».

3 Plusieurs des émetteurs visés par l'Ordonnance sont des émetteurs interlistés sur les marchés financiers canadiens et certains ont leur siège social au Québec.

4 Le 19 septembre 2008, la Financial Service Authority (« FSA ») du Royaume-Uni adopte une règle intitulée « Short Selling (No2) Instrument 2008 » sensiblement au même effet.

5 Le 19 septembre 2008, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce la décision n° 2008-033-01 interdisant jusqu'au 3 octobre 2008, à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert sur les titres des émetteurs mentionnés à l'annexe A de ladite décision, sauf certaines exceptions.

6 Le 21 septembre 2008, la SEC amende l'Ordonnance afin d'en modifier certaines conclusions notamment pour ne viser que les actions ordinaires des émetteurs visés au lieu de l'ensemble des titres de ces derniers.

7 Le 22 septembre 2008, la CVMO prononce une décision similaire à celle rendue le 21 septembre 2008 par la SEC.

8 Le 23 septembre 2008, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce la décision n° 2008-033-02 abrogeant la décision n° 2008-033-01.

9 Le 23 septembre 2008, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce la décision n° 2008-033-03 interdisant jusqu'au 3 octobre 2008, à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnées à l'annexe A de ladite décision, sauf certaines exceptions.

10 Le 2 octobre 2008, la SEC prolonge l'Ordonnance jusqu'à la plus rapproché des dates suivantes soit le 17 octobre ou trois jours ouvrables après la signature du « Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (H.R. 1424) » par le président des États-Unis.

11 Le 3 octobre 2008, le président des États-Unis signe le « Emergency Economic Stabilization Act of 2008 (H.R. 1424) ».

12 Le 3 octobre 2008, la CVMO prononce également une décision similaire à celle prononcée le 22 septembre 2008, sauf l'exclusion de Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd., pour être en vigueur jusqu'au 8 octobre 2008.

13. La décision n° 2008-033-03 est moins restrictive que la décision n° 2008-033-01 prononcée antérieurement par le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières le 19 septembre 2008 dans le présent dossier.

14. Il est dans l'intérêt public pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce une interdiction d'opération sur valeurs en vertu de l'article 265 de la LVM à l'encontre de toute personne qui effectue une opération constituant une vente à découvert sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'annexe A des présentes pour les motifs ci-haut mentionnés.

15. Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd. est exclu de l'annexe A parce qu'elle n'est pas un émetteur interlisté tel que mentionné au paragraphe 3 des présentes.

16. La définition de vente à découvert est celle prévue à l'annexe B des présentes.

17. Il est impérieux pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment pour prévenir l'arbitrage réglementaire, que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce sa décision sans audition préalable conformément à l'article 323.7 de la LVM pour les motifs ci-haut mentionnés.

EN CONSÉQUENCE, la demanderesse demande au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières en vertu du paragraphe 6^o de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* :

D'INTERDIRE, jusqu'au 8 octobre 2008 inclusivement à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert au sens de l'Annexe B des présentes sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A des présentes, à l'exception de :

- i) toute vente à découvert effectuée conformément à la Règle 3.1, *Restrictions applicables aux ventes à découvert* des RUIIM, paragraphes 2a), b), d) et g); toutefois, aucun courtier remplissant les obligations d'un teneur de marché (« teneur de marché ») ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A des présentes s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionné à l'Annexe A;
- ii) toute vente à découvert effectuée par un courtier inscrit agissant pour compte propre pour faciliter, avec un client ou une autre partie, a) une opération sur titres ayant une valeur au cours du marché d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte dès que possible, ou b) une opération sur dérivés ayant une valeur notionnelle d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte dès que possible; toutefois, aucun courtier facilitant l'opération visée en a) ou b) ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'annexe A s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionnés à l'Annexe A;
- iii) toute vente à découvert effectuée pour se conformer à la Règle 5.2, *Meilleur cours* des RUIIM;
- iv) toute vente à découvert effectuée en raison de l'exercice ou de la cession automatiques d'une option sur actions ou à l'occasion du règlement d'un contrat à terme standardisé détenus avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option ou du contrat à terme;
- v) toute vente d'un titre visé au paragraphe g) de l'Annexe B dont le vendeur est propriétaire véritable, si la vente est effectuée sous le régime d'une dispense de l'obligation de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable;
- vi) toute vente à découvert effectuée pour ajuster une position sur dérivés couverte afin de maintenir l'exposition au risque couverte conformément au

paragraphe ii) ci-dessus ou qui existait au moment de la prise d'effet de la présente temporaire.

vii) toute vente à découvert d'une action ordinaire d'un émetteur visé à l'Annexe A effectuée par le vendeur d'une option d'achat en raison de la cession de l'action après l'exercice de l'option par le détenteur.

AUTORISER la signification de la décision par communiqué de presse ou tout autre moyen déterminé par la demanderesse;

DE DÉCLARER en vertu de l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* que la décision du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières entre en vigueur sans audition préalable et de donner aux parties l'occasion d'être entendues.

Fait à Montréal, le 3 octobre 2008

(S) Girard et al.

Girard et al.

Procureurs de l'Autorité des marchés
financiers

AFFIDAVIT

Je, soussigné, Serge Boisvert, exerçant au 800, square Victoria, 22^{ième} étage, dans la ville et le district de Montréal, affirme solennellement ce qui suit :

1. Je suis analyste en réglementation à l'Autorité des marchés financiers.
2. Tous les faits allégués à la présente demande sont vrais.

EN FOI DE QUOI, J'AI SIGNÉ À MONTRÉAL,
ce 3 octobre 2008

(S) Serge Boisvert

Affirmé solennellement devant moi à
Montréal, ce 3 octobre 2008.

(S) *Suzanne Lessard*

(140387)

ANNEXE A

Bank of Montréal	BMO
Bank of Nova Scotia	BNS
Canadian Imperial Bank of Commerce	CM
Fairfax Financial Holdings Limited	FFH
Kingsway Financial Services Inc.	KFS
Manulife Financial Corporation	MFC
Quest Capital Corp.	QC
Royal Bank of Canada	RY
Sun Life Financial Inc.	SLF
Thomas Weisel Partners Group Inc.	TWP
Toronto Dominion Bank (The)	TD
Merrill Lynch & Co., Ltd.	MLC

Les titres de Merrill Lynch & Co., Ltd., ne sont pas interlistés mais cet émetteur est inclus dans l'Annexe parce que ses titres sont échangeables pour des titres de Merrill Lynch & Co Inc. (listée aux États-Unis) laquelle est visée par la décision de la SEC.

Annexe B

« vente à découvert » : Vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire, et, à cette fin, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre si, selon le cas :

- a) il a acheté le titre ou s'est engagé à le faire par contrat inconditionnel, mais ne l'a pas encore reçu;
- b) il a déposé un autre titre pour le convertir ou l'échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre;
- c) il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et a levé l'option;
- d) il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription;
- e) il vend un titre dans le cadre d'une transaction sur titres vendus avant l'émission et il s'est engagé par contrat, contraignant pour les deux parties et conditionné uniquement par l'émission ou le placement du titre, à acheter ce titre,

cependant, un vendeur n'est pas réputé être propriétaire d'un titre dans les cas suivants :

- f) le vendeur a emprunté le titre à remettre au règlement de la transaction et il n'est pas par ailleurs réputé être propriétaire du titre au sens de la présente définition;
- g) le titre que le vendeur détient est assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières applicables, une bourse ou un SCDO à titre de condition à l'inscription;
- h) la date de règlement ou d'émission relativement :

- (i) à un contrat d'achat inconditionnel,
- (ii) au dépôt d'un titre pour le convertir ou l'échanger,
- (iii) à la levée d'une option,
- (iv) à l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription

serait, dans le cours normal, postérieure à la date en vue du règlement de la vente.

Les termes utilisés dans la présente annexe et qui sont définis dans les RUIM ont le sens qui leur y est donné.

**BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION
EN VALEURS MOBILIÈRES**

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL

DOSSIER N° : 2008-033

DÉCISION N° : 2008-033-005

DATE : le 16 janvier 2009

EN PRÉSENCE DE : M^e ALAIN GÉLINAS

**DANS L'AFFAIRE DE LA DEMANDE
DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS, DEMANDERESSE,
RELATIVE À LA VENTE À
DÉCOUVERT**

ORDONNANCE D'INTERDICTION D'OPÉRATION SUR VALEURS
[Art. 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-
1.1) et art. 93 (6°) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*
(L.R.Q., chap. A-33.2)]

M^e Richard Proulx
Procureur de l'Autorité des marchés financiers

Date d'audience : 23 septembre 2008

DÉCISION

Le 23 septembre 2008, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « *Autorité* ») a déposé auprès du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci-après le « *Bureau* ») une demande afin que ce dernier prononce une ordonnance d'interdiction d'opération sur valeurs *ex parte*, en vertu de l'article 93 (6°) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*¹ et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec², le but recherché étant d'interdire toute opération constituant une vente à découvert.

Il est à noter que le 19 septembre 2008, l'Autorité a adressé une demande semblable au Bureau et que, suite à une audience *ex parte* tenue le même jour, le Bureau a prononcé verbalement une interdiction de toute vente à découvert sur les titres des sociétés désignées dans la demande de l'Autorité³. Le 17 novembre 2008, le Bureau a publié les motifs écrits de sa décision⁴.

Cette demande a été présentée en vertu de l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵ selon lequel il est loisible au Bureau de prononcer une décision affectant défavorablement les droits d'une personne sans audition préalable, lorsqu'un motif impérieux le requiert.

L'Autorité a déposé avec sa demande l'affidavit requis par l'article 19 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*⁶, en vertu duquel une demande fondée sur des motifs impérieux doit être accompagnée d'une déclaration sous serment écrite à l'appui des faits de la demande et des motifs impérieux.

Des copies conformes de la demande de l'Autorité, de l'Annexe A de la demande et de la déclaration sous serment sont annexées à la présente décision.

Faisant suite à cette demande, le Bureau a, le même jour, tenu une audience *ex parte* à son siège. Suite à l'audience, le tribunal a rendu verbalement sa décision le 23 septembre 2008; voici les motifs écrits de cette décision. Le Bureau rappelle d'abord les faits qui ont été allégués par l'Autorité dans sa demande du 23 septembre, ainsi que les arguments à l'appui de celle-ci.

1. L.R.Q., c. A-33.2.

2. L.R.Q., c. V-1.1.

3. Décision n° 2008-033-001 du 19 septembre 2008.

4. *Dans l'affaire de la demande de l'Autorité des marchés financiers relative à la vente à découvert*, 21 novembre 2008, Vol. 5, n° 46, BAMF, 15.

5. Précitée, note 1.

6. R.R.Q., V-1.1, r. 0.1.3.

LES FAITS DE LA DEMANDE

1. La Securities and Exchange Commission (ci-après la « S.E.C ») des États-Unis a prononcé le 18 septembre 2008 une ordonnance intitulée « *Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments* » visant les émetteurs précisés à ladite ordonnance⁷.
2. Cette ordonnance a été prononcée en raison du « *continued potential of sudden and excessive fluctuations of securities prices and disruption in the functioning of the securities markets that could threaten fair and orderly markets*⁸ ».
3. Plusieurs des émetteurs visés par cette décision sont des émetteurs intercotés sur les marchés financiers canadiens et certains ont leur siège social au Québec.
4. Le 19 septembre 2008, la Financial Service Authority (ci-après la « F.S.A. ») du Royaume-Uni a adopté une règle intitulée « *Short Selling (No2) Instrument 2008* »⁹, sensiblement au même effet.
5. Le 19 septembre 2008, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières a prononcé la décision 2008-033-01 interdisant à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert sur les titres des émetteurs mentionnés à l'annexe A de ladite décision, sauf certaines exceptions¹⁰.
6. Le 19 septembre 2008, plusieurs autorités canadiennes en valeurs mobilières, dont la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (ci-après la « C.V.M.O. »), ont émis des décisions similaires à celle rendue par la S.E.C.
7. Le 21 septembre 2008, la S.E.C. a amendé son ordonnance du 18 septembre 2008 mentionnée au paragraphe 1 des présentes afin d'en modifier certaines conclusions notamment pour ne viser que les actions

7. *Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments*, Release N° 34-58592 / September 18, 2008, 4 pages and Appendix A.

8. *Id.*, 1.

9. Financial Services Authority, *Communique – FSA statement on short positions in financial stocks*, FSA/PN/102/2008, 18 September 2008, 2 pages; *Short Selling (No 2) Instrument 2008*, FSA2008/50, 18 September 2008, 1 page; Annex A and B; FSA amended list, as at 19 September 2008, of UK incorporated banks and insurers in connection with SHORT SELLING (NO 2) INSTRUMENT 2008, 1 page.

10. Précitée, note 3; Pour les motifs de cette décision, voir, précitée, note 4.

ordinaires des émetteurs visés au lieu de l'ensemble des titres de ces derniers¹¹.

8. Le 22 septembre 2008, la C.V.M.O. a rendu une décision similaire à celle rendue le 21 septembre 2008 par la S.E.C.¹²

L'Autorité a soumis les arguments suivants à l'appui de sa demande :

- a. Il est dans l'intérêt public pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce une interdiction d'opération sur valeurs en vertu de l'article 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹³ à l'encontre de toute personne qui effectue une opération constituant une vente à découvert sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'annexe A de la présente demande pour les motifs ci-haut mentionnés.
- b. La définition de vente à découvert est celle prévue à l'annexe B de la demande de l'Autorité.
- c. L'interdiction demandée par la présente procédure est moins restrictive que celle prononcée antérieurement par le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières le 19 septembre 2008 dans le présent dossier¹⁴.
- d. Il est impérieux pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment pour prévenir l'arbitrage réglementaire, que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce sa décision sans audition préalable, conformément à l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁵ pour les motifs ci-haut mentionnés.

L'Autorité a demandé au Bureau de prononcer une décision interdisant la vente à découvert, mais avec les exceptions suivantes :

- i) toute vente à découvert effectuée conformément à la *Règle 3.1 - Restrictions applicables aux ventes à découvert des Règles universelles d'intégrité du marché* (ci-après les « *R.U.I.M.* »)¹⁶, paragraphes 2a), b), d) et g); toutefois, aucun courtier remplissant les obligations d'un teneur de

11. *Amendment to Emergency Order Pursuant to Section 12(k)(2) of The Securities Exchange Act of 1934 Taking Temporary Action to Respond to Market Developments*, Release N^o 58611 / September 21, 2008, 5 pages.

12. *In the Matter of Certain Financial Sector Issuers*, Ontario Securities Commission, Toronto, September 22, 2008, J. A. E. Turner and L. Ritchie, 4 pages and Schedules A and B.

13. Précitée, note 2.

14. Précitée, note 3.

15. Précitée, note 2.

16. Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»).

marché (« *teneur de marché* ») ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionné à l'Annexe A de la demande de l'Autorité;

- ii) toute vente à découvert effectuée par un courtier inscrit agissant pour compte propre pour faciliter une opération avec un client qui a une valeur au cours du marché d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte dès que possible;
- iii) toute vente à découvert effectuée pour se conformer à la *Règle 5.2 - Meilleur cours* des R.U.I.M.;
- iv) toute vente à découvert effectuée en raison de l'exercice ou de la cession automatiques d'une option sur actions ou à l'occasion du règlement d'un contrat à terme détenus avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option ou du contrat à terme;
- v) toute vente d'un titre visé au paragraphe g) de l'Annexe B de la demande de l'Autorité dont le vendeur est propriétaire véritable, si la vente est effectuée sous le régime d'une dispense de l'obligation de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable; et
- vi) toute vente à découvert effectuée pour ajuster une position sur dérivés couverte préexistante afin de maintenir l'exposition au risque qui existait au moment de la prise d'effet de la décision initiale.

Les émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande de l'Autorité sont les suivants :

- Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd. - FAP
- Bank of Montreal - BMO
- Bank of Nova Scotia (The) - BNS
- Canadian Imperial Bank of Commerce - CM
- Fairfax Financial Holdings Limited - FFH
- Kingsway Financial Services Inc. - KFS
- Manulife Financial Corporation - MFC
- Quest Capital Corp. - QC
- Royal Bank of Canada - RY

- Sun Life Financial Inc. - SLF
- Thomas Weisel Partners Group Inc. - TWP
- Toronto-Dominion Bank (The) - TD
- Merrill Lynch and Co., Canada Ltd. - MLC

L'AUDIENCE DU 23 SEPTEMBRE 2008

LA PREUVE DE L'AUTORITE

Au cours de l'audience *ex parte* du 23 septembre 2008, le procureur de l'Autorité a fait entendre le témoignage d'un analyste financier à l'emploi de cet organisme. Ce dernier a indiqué qu'il était d'accord avec les éléments soulevés par M. Bernier, éléments qui ont mené à la première décision du Bureau du 19 septembre 2008. Il a ensuite témoigné à l'effet que la S.E.C. américaine a, le 21 septembre 2008, prononcé une décision modifiant sa décision antérieure du 18 septembre 2008¹⁷.

Il a expliqué que cette nouvelle décision apportait des ajustements techniques à la précédente décision, la principale modification consistant à limiter la restriction pesant sur les ventes à découvert aux ventes d'actions ordinaires plutôt qu'à toutes les catégories d'actions. Il a aussi témoigné que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a, le 22 septembre 2008, prononcé une décision semblable à celle de la S.E.C. et ce, pour les mêmes motifs, tout en reflétant la dynamique canadienne¹⁸.

Enfin, le procureur de l'Autorité a demandé à ce que la précédente décision du Bureau relative aux ventes à découvert soit annulée et que le tribunal prononce une décision accordant un mode spécial de signification de la décision à intervenir.

LA DECISION VERBALE DU BUREAU

Suite à l'audience du 23 septembre 2008, le Bureau a rendu une décision verbale dont le texte est reproduit ci-après :

« Décision no 2008-033-002

Considérant que la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., c. V-1.1) vise à assurer le bon fonctionnement du marché;

Considérant la situation actuelle des marchés;

Considérant la décision modifiée de la S.E.C., la Securities and Exchange Commission, rendue le 21 septembre (2008);

17. Précitée, note 7.

18. Précitée, note 12.

Considérant la décision de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario d'hier;

Considérant le témoignage de M. Boisvert de ce matin;

Considérant qu'une approche concertée est souhaitable dans le présent dossier pour éviter l'arbitrage réglementaire;

En conséquence, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières accorde la requête telle que demandée et autorise la signification de la décision par communiqué de presse ou par tout autre moyen déterminé par l'A.M.F.

Les motifs écrits sont à suivre. »

L'ANALYSE

Rappelons rapidement en quoi consiste la vente à découvert :

« Short selling involves a sale of a security that the seller does not own or that is consummated by the delivery of a security borrowed by or on behalf of the seller.¹⁹ »

La vente à découvert a été soigneusement définie dans un texte intitulé *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»)²⁰ adoptée par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (ci-après l'« Organisme ») qui « *a mis sur pied des règles universelles d'intégrité du marché qui représentent un ensemble commun de règles de négociation applicables à tous les marchés de titres de participation canadiens. Celles-ci ont pour but d'assurer aux épargnants que les transactions sont faites équitablement.*²¹ ».

Ces règles de l'Organisme définissent la vente à découvert à l'article 1 – *Définition et interprétation* de ces règles :

« **vente à découvert** Vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire, et, à cette fin, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre si, selon le cas :

- a) il a acheté le titre ou s'est engagé à le faire par contrat inconditionnel, mais ne l'a pas encore reçu;
- b) il a déposé un autre titre pour le convertir ou l'échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre;

19. Securities and Exchange Commission, "Naked" Short Selling Antifraud Rule, 17 CFR, Part 240, 61667.

20. Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»), précitée note 11.

21. Carole Turcotte, *Le droit des valeurs mobilières*, Les Éditions Yvon Blais Inc., Cowansville, 2005, 57-58.

- c) il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et a levé l'option;
- d) il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription;
- e) il vend un titre dans le cadre d'une transaction sur titres vendus avant l'émission et il s'est engagé par contrat, contraignant pour les deux parties et conditionné uniquement par l'émission ou le placement du titre, à acheter ce titre,

cependant, un vendeur n'est pas réputé être propriétaire d'un titre dans les cas suivants :

- f) le vendeur a emprunté le titre à remettre au règlement de la transaction et il n'est pas par ailleurs réputé être propriétaire du titre au sens de la présente définition;
- g) le titre que le vendeur détient est assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières applicables, une bourse ou un SCDO à titre de condition à l'inscription;
- h) la date de règlement ou d'émission relativement :
 - (i) à un contrat d'achat inconditionnel,
 - (ii) au dépôt d'un titre pour le convertir ou l'échanger,
 - (iii) à la levée d'une option,
 - (iv) à l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription

serait, dans le cours normal, postérieure à la date en vue du règlement de la vente. »

La S.E.C. a prononcé une décision le 21 septembre 2008 afin de modifier sa décision antérieure²². Le but recherché par cette nouvelle décision vise essentiellement à limiter la portée de la décision initiale et à apporter des correctifs techniques à sa précédente décision, correctifs qu'on retrouve également dans la décision ontarienne du 22 septembre 2008²³.

Le Bureau est tout à fait conscient du contexte dans lequel se trouvent les marchés financiers au moment où l'Autorité lui adresse sa demande *ex parte* d'interdiction d'opération sur valeurs. Le tribunal souligne que les motifs invoqués dans sa décision du 17 novembre 2008²⁴ sont applicables en l'espèce.

Après avoir pris connaissance de la décision américaine qui a été soumise par la demanderesse²⁵ ainsi que la décision de la C.V.M.O.²⁶, notre tribunal ne peut qu'être d'accord avec l'évaluation de ces organismes. Dans ces circonstances, le

22. Précitée, note 7.

23. Précitée, note 12.

24. Précitée, note 4.

25. Précitée, note 7.

26. Précitée, note 12.

tribunal est prêt à prononcer la décision demandée pour permettre les modifications requises.

LA DÉCISION

Après avoir pris connaissance de la demande de l'Autorité des marchés financiers, du témoignage de l'analyste financier qui est à son emploi, de la documentation que ce dernier a déposé en preuve et des représentations du procureur de l'Autorité, le Bureau arrive à la conclusion que la demande de prononcer une nouvelle interdiction d'opération sur valeurs *ex parte* à l'encontre de la vente à découvert, telle qu'introduite par l'Autorité, est bien fondée.

Par conséquent, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce la décision suivante, en vertu du paragraphe 6^o de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*²⁷ et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁸ :

Il interdit jusqu'au 3 octobre 2008 inclusivement, à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert, au sens de l'Annexe B de la demande de l'Autorité, sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la même demande, à l'exception de :

- i) toute vente à découvert effectuée conformément à la Règle 3.1 - *Restrictions applicables aux ventes à découvert* des paragraphes 2a), b), d) et g) des *Règles universelles d'intégrité du marché*; toutefois, aucun courtier remplissant les obligations d'un teneur de marché (« *teneur de marché* ») ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionné à l'Annexe A;
- ii) toute vente à découvert effectuée par un courtier inscrit agissant pour compte propre pour faciliter une opération avec un client qui a une valeur au cours du marché d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte dès que possible;

27. Précitée, note 1.

28. Précitée, note 2.

- iii) toute vente à découvert effectuée pour se conformer à la *Règle 5.2 - Meilleur cours des Règles universelles d'intégrité du marché*;
- iv) toute vente à découvert effectuée en raison de l'exercice ou de la cession automatiques d'une option sur actions ou à l'occasion du règlement d'un contrat à terme détenus avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option ou du contrat à terme;
- v) toute vente d'un titre visé au paragraphe g) de l'Annexe B de la demande de l'Autorité dont le vendeur est propriétaire véritable, si la vente est effectuée sous le régime d'une dispense de l'obligation de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable; et
- vi) toute vente à découvert effectuée pour ajuster une position sur dérivés couverte préexistante afin de maintenir l'exposition au risque qui existait au moment de la prise d'effet de la décision initiale.

Les émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande de l'Autorité visés par la présente décision sont les suivants :

- Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd. - FAP
- Banque de Montréal - BMO
- Banque de Nouvelle-Écosse - BNS
- Banque canadienne impériale de commerce - CM
- Fairfax Financial Holdings Limited - FFH
- Kingsway Financial Services Inc. - KFS
- Manulife Financial Corporation - MFC
- Quest Capital Corp. - QC
- Banque Royale du Canada - RY
- Financière Sun Life Inc. - SLF
- Thomas Weisel Partners Group Inc. - TWP
- Banque Toronto-Dominion - TD
- Merrill Lynch and Co., Canada Ltd. - MLC

De plus, le Bureau, en vertu de l'article 16 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision*

*en valeurs mobilières*²⁹, autorise l'Autorité à signifier la présente décision par communiqué de presse ou par tout autre moyen qu'elle déterminera.

La décision n° 2008-033-01 prononcée par le Bureau le 19 septembre 2008³⁰ cessera d'avoir effet à partir de la date de la décision verbale du 23 septembre 2008.

Fait à Montréal, le 16 janvier 2009.

(S) Alain Gélinas

M^e Alain Gélinas, président par intérim

**COPIE CONFORME
À L'ORIGINAL SIGNÉ**

29. Précitée, note 6.

30. Les motifs écrits de cette décision ont été prononcées le 17 novembre 2008; précitée, note 4.

**BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION
EN VALEURS MOBILIÈRES**

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL
DOSSIER N° 2008-033

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS
800, square Victoria
22^e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Demanderesse

Demande de l'Autorité des marchés financiers en vertu du paragraphe 6° de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, L.R.Q., c. A-33.2 et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* L.R.Q., c. V-1.1

1. La Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis a prononcé le 18 septembre 2008 une ordonnance intitulée « Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments » visant les émetteurs précisés à ladite ordonnance.
2. Cette ordonnance a été prononcée en raison du « continued potential of sudden and excessive fluctuations of securities prices and disruption in the functioning of the securities markets that could threaten fair and orderly markets ».
3. Plusieurs des émetteurs visés par cette décision sont des émetteurs interlistés sur les marchés financiers canadiens et certains ont leur siège social au Québec.
4. Le 19 septembre 2008, la Financial Service Authority (« FSA ») du Royaume-Uni a adopté une règle intitulée « Short Selling (No2) Instrument 2008 » sensiblement au même effet.
5. Le 19 septembre 2008, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières a prononcé la décision 2008-033-01 interdisant à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert sur les titres des émetteurs mentionnés à l'annexe A de ladite décision, sauf certaines exceptions.
6. Le 19 septembre 2008, plusieurs autorités canadiennes en valeurs mobilières dont la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO ») ont émis des décisions similaires à celle rendue par la SEC.

7. Le 21 septembre 2008, la SEC a amendé son ordonnance du 18 septembre 2008 mentionnée au paragraphe 1 des présentes afin d'en modifier certaines conclusions notamment pour ne viser que les actions ordinaires des émetteurs visés au lieu de l'ensemble des titres de ces derniers.
8. Le 22 septembre 2008, la CVMO a rendu une décision similaire à celle rendue le 21 septembre 2008 par la SEC.
9. Il est dans l'intérêt public pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce une interdiction d'opération sur valeurs en vertu de l'article 265 de la LVM à l'encontre de toute personne qui effectue une opération constituant une vente à découvert sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'annexe A des présentes pour les motifs ci-haut mentionnés.
10. La définition de vente à découvert est celle prévue à l'annexe B des présentes.
11. L'interdiction demandée par la présente procédure est moins restrictive que celle prononcée antérieurement par le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières le 19 septembre 2008 dans le présent dossier.
12. Il est impérieux pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment pour prévenir l'arbitrage réglementaire, que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce sa décision sans audition préalable conformément à l'article 323.7 de la LVM pour les motifs ci-haut mentionnés.

EN CONSÉQUENCE, la demanderesse demande au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières en vertu du paragraphe 6^o de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* :

D'INTERDIRE, jusqu'au 3 octobre 2008 inclusivement à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert au sens de l'Annexe B des présentes sur les actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A des présentes, à l'exception de :

- i) toute vente à découvert effectuée conformément à la Règle 3.1, *Restrictions applicables aux ventes à découvert* des RUIIM, paragraphes 2a), b), d) et g); toutefois, aucun courtier remplissant les obligations d'un teneur de marché (« teneur de marché ») ne peut vendre à découvert des actions ordinaires des émetteurs mentionnés à l'Annexe A s'il a des motifs raisonnables de croire que l'opération permettrait au client ou à l'autre partie d'établir ou d'augmenter une position économique nette à découvert (que ce soit grâce à des positions réelles, à des dérivés ou autrement) dans le capital-actions d'un des émetteurs mentionné à l'Annexe A;
- ii) toute vente à découvert effectuée par un courtier inscrit agissant pour compte propre pour faciliter une opération avec un client qui a une valeur au cours du marché d'au moins 200 000 \$ à l'occasion d'une seule opération ou de plusieurs opérations effectuées approximativement au même moment, pour autant que la position soit liquidée ou couverte dès que possible;

iii) toute vente à découvert effectuée pour se conformer à la Règle 5.2, *Meilleur cours* des RUIIM;

iv) toute vente à découvert effectuée en raison de l'exercice ou de la cession automatiques d'une option sur actions ou à l'occasion du règlement d'un contrat à terme détenus avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option ou du contrat à terme;

v) toute vente d'un titre visé au paragraphe g) de l'Annexe B dont le vendeur est propriétaire véritable, si la vente est effectuée sous le régime d'une dispense de l'obligation de prospectus conformément à la législation en valeurs mobilières applicable;

vi) toute vente à découvert effectuée pour ajuster une position sur dérivés couverte préexistante afin de maintenir l'exposition au risque qui existait au moment de la prise d'effet de la décision initiale;

AUTORISER la signification de la décision par communiqué de presse ou tout autre moyen déterminé par la demanderesse;

D'ANNULER la décision 2008-033-01 rendue le 19 septembre 2008 pour prendre effet immédiatement avec la prise d'effet de la décision à intervenir concernant la présente demande;

DE DÉCLARER en vertu de l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* que la décision du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières entre en vigueur sans audition préalable et de donner aux parties l'occasion d'être entendues.

Fait à Montréal, le 23 septembre 2008

(S) Girard et al.

Girard et al.

Procureurs de l'Autorité des marchés financiers

COPIE CONFORME À L'ORIGINAL SIGNÉ

AFFIDAVIT

Je, soussigné, Serge Boisvert, exerçant au 800, square Victoria, 22^{ième} étage, dans la ville et le district de Montréal, affirme solennellement ce qui suit :

1. Je suis analyste en réglementation à l'Autorité des marchés financiers.
2. Tous les faits allégués à la présente demande sont vrais.

EN FOI DE QUOI, J'AI SIGNÉ À MONTRÉAL,
ce 23 septembre 2008

(S) Serge Boisvert

Affirmé solennellement devant moi à

Montréal, ce 23 septembre 2008.

(S) Lise Bouchard (173795)

Commissaire à l'assermentation.

COPIE CONFORME À L'ORIGINAL SIGNÉ

**BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION
EN VALEURS MOBILIÈRES**

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL

DOSSIER N° : 2008-033

DÉCISION N° : 2008-033-004

DATE : le 17 novembre 2008

EN PRÉSENCE DE : M^e ALAIN GÉLINAS

**DANS L'AFFAIRE DE LA DEMANDE
DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS
FINANCIERS, DEMANDERESSE,
RELATIVE À LA VENTE A
DÉCOUVERT**

ORDONNANCE D'INTERDICTION D'OPÉRATION SUR VALEURS
[Arts. 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chap. V-
1.1) et art. 93 (6°) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*
(L.R.Q., chap. A-33.2)]

M^e Richard Proulx
Procureur de l'Autorité des marchés financiers

Date d'audience : 19 septembre 2008

DÉCISION

Le 19 septembre 2008, l'Autorité des marchés financiers (ci-après l' « *Autorité* ») a saisi le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (ci-après le « *Bureau* ») d'une demande à l'effet de prononcer une interdiction d'opération sur valeurs *ex parte* pour empêcher toute personne d'effectuer une vente à découvert sur les titres des émetteurs dont la liste était annexée à sa demande (Annexe A), le tout en vertu de l'article 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec¹ et de l'article 93 (6°) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*².

Cette demande a été présentée en vertu de l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*³ selon lequel il est loisible au Bureau de prononcer une décision affectant défavorablement les droits d'une personne sans audition préalable, lorsqu'un motif impérieux le requiert.

Il est à noter qu'à cet égard, l'Autorité a déposé avec sa demande l'affidavit requis par l'article 19 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*⁴, en vertu duquel une demande fondée sur des motifs impérieux doit être accompagnée d'une déclaration sous serment écrite à l'appui des faits de la demande et des motifs impérieux.

Des copies conformes de la demande de l'Autorité, de l'Annexe A de la demande et de la déclaration sous serment sont annexées à la présente décision. Faisant suite à cette demande, le Bureau a, le même jour tenu une audience *ex parte* à son siège. Le Bureau rappelle d'abord les faits qui ont été allégués par l'Autorité dans sa demande du mois de septembre, ainsi que les arguments à l'appui de celle-ci.

LES FAITS DE LA DEMANDE

1. La Securities and Exchange Commission (ci-après la « *S.E.C.* ») des États-Unis a prononcé le 18 septembre 2008 une ordonnance intitulée « *Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments* »⁵, visant les émetteurs précisés à ladite ordonnance.

1. L.R.Q., c. V-1.1.

2. L.R.Q., c. A-33.2.

3. Précitée, note 1.

4. R.R.Q., V-1.1, r. 0.1.3.

5. *Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments*, Release N° 34-58592, 4 pages and Appendix A.

2. Cette ordonnance a été prononcée en raison du « *continued potential of sudden and excessive fluctuations of securities prices and disruption in the functioning of the securities markets that could threaten fair and orderly markets* »⁶.
3. Plusieurs des émetteurs visés par cette décision sont des émetteurs intercotés sur les marchés financiers canadiens et certains ont leur siège social au Québec.
4. Le 19 septembre 2008, la Financial Service Authority (ci-après la « F.S.A. ») du Royaume-Uni a adopté une règle intitulée « *Short Selling (No2) Instrument 2008* »⁷, sensiblement au même effet.
5. Les autres autorités canadiennes en valeurs mobilières s'apprêtent incessamment à rendre une décision similaire à celle rendue par la SEC.
6. L'article 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁸ énonce;

« Le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières peut interdire à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs.

Il peut également interdire à une personne ou à une catégorie de personnes toute activité reliée à des opérations sur une valeur donnée.

Dans le cas d'une omission de déposer ou de fournir, conformément aux conditions et modalités déterminées par règlement, l'information périodique au sujet de l'activité et des affaires internes d'un émetteur ou toute autre information requise d'un émetteur ou d'une autre personne par règlement, le pouvoir d'interdire à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs est exercée par l'Autorité ».

À l'appui de sa demande, l'Autorité a soumis les arguments suivants :

- a. Le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières possède la juridiction pour prononcer cette interdiction d'opération sur valeurs.
- b. Il est dans l'intérêt public pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce une interdiction d'opération sur

6. *Id.*, 1.

7. Financial Services Authority, *Communiqué – FSA statement on short positions in financial stocks*, FSA/PN/102/2008, 18 September 2008, 2 pages; *Short Selling (No 2) Instrument 2008*, FSA2008/50, 18 September 2008, 1 page; Annex A and B; FSA amended list, as at 19 September 2008, of UK incorporated banks and insurers in connection with SHORT SELLING (NO 2) INSTRUMENT 2008, 1 page.

8. Précitée, note 1.

valeurs en vertu de l'article 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁹ pour les motifs ci-haut mentionnés.

- c. Il est impérieux pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment pour prévenir l'arbitrage réglementaire, que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce sa décision sans audition préalable conformément à l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*¹⁰ pour les motifs ci-haut mentionnés.

L'Autorité a demandé au Bureau de prononcer une décision interdisant la vente à découvert, mais avec les exceptions suivantes :

- (a) Tout teneur de marché [au sens du paragraphe 1.1, des *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»)¹¹] peut effectuer des opérations conformément à la règle 3.1 des RUIM, alinéas 2(a), (b), (d) et (h);
- (b) Quiconque effectue une vente à découvert sur tout titre négocié de tout émetteur mentionné à l'annexe A en raison de l'exercice ou de la cession automatique d'une option sur actions détenue avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option; et
- (c) Les teneurs d'options sont dispensés de l'application de la présente décision jusqu'à 23h59 le 22 septembre 2008 lorsqu'ils vendent à découvert dans le cadre d'activités de teneur de marché et de couverture de bonne foi directement liées à des activités de teneur de marché des instruments dérivés de bonne foi sur les titres cotés d'un émetteur mentionné à l'annexe A.

Les émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande de l'Autorité sont les suivants :

- Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd. - FAP
- Bank of Montreal - BMO
- Bank of Nova Scotia (The) - BNS
- Canadian Imperial Bank of Commerce - CM
- Fairfax Financial Holdings Limited - FFH
- Kingsway Financial Services Inc. - KFS
- Manulife Financial Corporation - MFC

9. *Ibid.*

10. *Ibid.*

11. Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»).

- Quest Capital Corp. - QC
- Royal Bank of Canada - RY
- Sun Life Financial Inc. - SLF
- Thomas Weisel Partners Group Inc. - TWP
- Toronto-Dominion Bank (The) - TD
- Merrill Lynch and Co., Canada Ltd. - MLC

L'AUDIENCE DU 19 SEPTEMBRE 2008

LA PREUVE DE L'AUTORITE

Au cours de l'audience *ex parte* du 19 septembre 2008, le procureur de l'Autorité a fait entendre le témoignage de M. Pierre Bernier, vice-président exécutif de l'Autorité des marchés financiers. Ce dernier a d'abord témoigné à l'effet que la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis a prononcé une décision datée du 18 septembre 2008¹²; cette décision visait les institutions financières aux États-Unis afin d'empêcher les ventes à découvert et des baisses de prix importantes; il s'agit, a-t-il ajouté, de stabiliser le marché aux États-Unis.

Il a également déposé un second document en preuve, à savoir un communiqué de presse de la *Financial Services Authority* du Royaume-Uni¹³; ce document, daté du 18 septembre 2008, annonçait que l'Autorité britannique entendait modifier le *Code of Market Conduct* « *to prohibit the active creation of increase of net short positions in publicly quoted financial companies from midnight tonight* ¹⁴ ». Le témoin a ajouté que l'intervention de cet organisme s'inscrivait dans une initiative du G-7 pour que la décision américaine énoncée plus haut soit appliquée dans d'autres pays.

M. Bernier a indiqué qu'au Canada, d'autres autorités de réglementation financière ont discuté entre elles et ont déterminé que les titres intercotés (« *interlisted* ») devaient également être visés par une décision d'interdiction d'opération sur valeurs, pour en empêcher la vente à découvert et pour que des individus ne puissent profiter des avantages réglementaires.

Il a insisté qu'il y avait urgence d'agir pour protéger le public, en empêchant que ne soit effectuée ce genre de transaction.

Il a référé à la liste des entreprises à être visées par l'interdiction demandée et dont les actions sont intercotées au Canada et aux États-Unis. Cette liste, a-t-il dit, pourra être modifiée si cela s'avère nécessaire. Il a demandé à ce que cette interdiction soit valide jusqu'au 3 octobre 2008.

12. Précitée, note 5.

13. Précitée, note 7.

14. *Ibid.*

Il a indiqué que la demande de l'Autorité prévoyait certaines exceptions mais que celles-ci ne visaient qu'à permettre que certaines opérations en cours puissent se terminer et dispenser certains détenteurs d'options de l'application de la décision demandée pour une journée. Pour le reste, cette décision devrait contenir les mêmes conclusions que la décision prononcée par la S.E.C. américaine et qui seront aussi présentes dans les décisions canadiennes à intervenir.

Enfin, le procureur de l'Autorité a rappelé au Bureau la demande de l'Autorité pour qu'il prononce une décision en vertu de l'article 16 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières* (R.R.Q., c. V-1.1, r.0.1.3) pour un mode spécial de signification par communiqué de presse. Il a également demandé au tribunal, considérant la situation présente, d'émettre sa décision d'urgence et de façon verbale, les motifs étant à suivre, afin que l'Autorité puisse émettre un communiqué de presse le plus rapidement possible; cela est dû au fait que d'autres autorités canadiennes de valeurs mobilières attendent la décision du Bureau dont elles apprendront la teneur par publication de ce communiqué de presse.

LA DECISION VERBALE DU BUREAU

Suite à l'audience du Bureau du 19 septembre et après un court délibéré, le Bureau a rendu une décision verbale dont le texte est reproduit ci-après :

Décision no 2008-033-001

Considérant que la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., c. V-1.1) vise à assurer le bon fonctionnement du marché;

Considérant la situation actuelle des marchés;

Considérant la décision de la Securities and Exchange Commission, de la Financial Services Authority et de la position prise par les autorités canadiennes en valeurs mobilières;

Considérant le témoignage de M. Bernier et la preuve de l'Autorité;

Considérant qu'une approche concertée est souhaitable dans le présent dossier;

En conséquence, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières accorde la requête telle que demandée et autorise la signification de la décision par communiqué de presse ou par tout autre moyen déterminé par l'A.M.F.

Les motifs écrits sont à suivre.

L'ANALYSE

On peut définir la vente à découvert comme suit :

« Short selling involves a sale of a security that the seller does not own or that is consummated by the delivery of a security borrowed by or on behalf of the seller.¹⁵ »

La vente à découvert a été soigneusement définie dans un texte adopté d'abord par la société Services de réglementation du marché Inc., un organisme d'autoréglementation reconnu par l'Autorité des marchés financiers. Ce texte est intitulé *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»)¹⁶ et cette société « a mis sur pied des règles universelles d'intégrité du marché qui représentent un ensemble commun de règles de négociation applicables à tous les marchés de titres de participation canadiens. Celles-ci ont pour but d'assurer aux épargnants que les transactions sont faites équitablement.¹⁷ ».

Ces règles sont maintenant intégrées à la réglementation de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (O.C.R.C.V.M.). On y retrouve la définition de la vente à découvert à l'article 1 – *Définition et interprétation* de ces règles :

« **vente à découvert** Vente d'un titre, autre qu'un instrument dérivé, dont le vendeur n'est pas encore propriétaire, directement ou par l'entremise d'un mandataire ou d'un fiduciaire, et, à cette fin, un vendeur est réputé être propriétaire d'un titre si, selon le cas :

- a) il a acheté le titre ou s'est engagé à le faire par contrat inconditionnel, mais ne l'a pas encore reçu;
- b) il a déposé un autre titre pour le convertir ou l'échanger ou a donné des directives irrévocables de conversion ou d'échange de cet autre titre;
- c) il est titulaire d'une option lui permettant d'acquérir le titre et a levé l'option;
- d) il est titulaire d'un droit ou d'un bon de souscription lui permettant de souscrire le titre et il a exercé le droit ou le bon de souscription;
- e) il vend un titre dans le cadre d'une transaction sur titres vendus avant l'émission et il s'est engagé par contrat, contraignant pour les deux parties et conditionné uniquement par l'émission ou le placement du titre, à acheter ce titre,

cependant, un vendeur n'est pas réputé être propriétaire d'un titre dans les cas suivants :

- f) le vendeur a emprunté le titre à remettre au règlement de la transaction et il n'est pas par ailleurs réputé être propriétaire du titre au sens de la présente définition;

15. Securities and Exchange Commission, "Naked" Short Selling Antifraud Rule, 17 CFR, Part 240, 61667.

16. Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières, *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»), précitée note 11.

17. Carole Turcotte, *Le droit des valeurs mobilières*, Les Éditions Yvon Blais Inc., Cowansville, 2005, 57-58.

- g) le titre que le vendeur détient est assujéti à une restriction à la vente imposée par les lois sur les valeurs mobilières applicables, une bourse ou un SCDO à titre de condition à l'inscription;
 - h) la date de règlement ou d'émission relativement :
 - (i) à un contrat d'achat incondiionnel,
 - (ii) au dépôt d'un titre pour le convertir ou l'échanger,
 - (iii) à la levée d'une option,
 - (iv) à l'exercice d'un droit ou d'un bon de souscription
- serait, dans le cours normal, postérieure à la date en vue du règlement de la vente. »

Le Bureau est tout à fait conscient du contexte dans lequel se trouvent les marchés financiers au moment où l'Autorité lui adresse sa demande *ex parte* d'interdiction d'opération sur valeurs. Après avoir pris connaissance de la décision américaine qui a été soumise par la demanderesse¹⁸, notre tribunal ne peut qu'être d'accord avec l'évaluation de la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis à cet égard.

Déjà en juillet 2008, craignant des mouvements de prix artificiels fondés sur de fausses rumeurs relatives à des institutions financières et autres émetteurs, cette dernière était déjà intervenue pour prévenir ce qu'on qualifie de « "naked" short selling¹⁹ » et avait prononcé une ordonnance d'urgence à cet égard²⁰. Mais les inquiétudes de la S.E.C. ont été modifiées par le fait des nouveaux développements survenus dans les marchés :

« Our concerns, however, are no longer limited to just the financial institutions that were the subject of the July Emergency Order. Recent market conditions have made us concerned that short selling in the securities of a wider range of financial institutions may be causing sudden and excessive fluctuations of the prices of such securities in such a manner so as to threaten fair and orderly markets.²¹»

L'organisme américain s'est à juste titre inquiété de la dégradation des marchés aux États-Unis et a exprimé cette inquiétude en agissant comme il l'a fait. En un

18. Précitée, note 5.

19. « In a "naked" short sale, a seller does not borrow or arrange to borrow securities in time to make delivery to the buyer within the standard three-day settlement period. As a result, the seller fails to deliver securities to the buyer when delivery is due (known as a "fail" or a "fail to deliver"). Sellers sometimes intentionally fail to deliver securities as part of a scheme to manipulate the price of a security, or possibly to avoid borrowing costs associated with short sale. », dans, *Securities and Exchange Commission, "Naked" Short Selling Antifraud Rule*, précité, note 15, 61667.

20. U.S. Securities and Exchange Commission, *SEC Enhances Investor Protections Against Naked Short Selling*, N° 2008-143, July 15, 2008, 2 pages.

21. *Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments*, précitée, note 5, 1.

temps de décroissance des marchés et de perte de valeurs des titres, il a estimé qu'il était préférable d'adopter une approche prudente face à une telle pratique.

Craignant une crise de confiance susceptible d'affecter la liquidité et même la viabilité des émetteurs et les effets que cela pourrait avoir sur le marché en général, la S.E.C. « *has concluded that there continues to exist the potential of sudden and excessive fluctuations of securities prices generally and disruption in the functioning of the securities markets that could threaten fair and orderly markets.*²² ».

La S.E.C. a donc décidé de prononcer une décision interdisant la vente à découvert des titres négociés des institutions financières qui sont désignées dans la susdite décision. Le motif invoqué dans le dispositif est le suivant :

« In these unusual and extraordinary circumstances, we have concluded that, to prevent substantial disruption in the securities markets, temporarily prohibiting any person from effecting a short sale in the publicly traded securities of certain financial firms, which entities are identified in Appendix A ("Included Financial Firms"), is in the public interest and for the protection of investors to maintain or restore fair and orderly securities markets.

This emergency action should prevent short selling from being used to drive down the share prices of issuers even where there is no fundamental basis for a price decline other than general market conditions.²³ »

Il fut aussi déterminé que cette décision resterait en vigueur jusqu'au 2 octobre 2008, à 23 h 59.

D'autres pays ont pris la suite de cette décision. Ainsi, la *Financial Services Authority* du Royaume-Uni a décidé de modifier le *Code of Market Conduct* dans le sens de la décision américaine²⁴. Les dispositions ainsi adoptées par la F.S.A. resteront en vigueur jusqu'au 16 janvier 2009. Un dirigeant a résumé les arguments à l'appui du geste posé par la F.S.A. :

« While we still regard short selling as a legitimate investment technique in normal market conditions, the current extreme circumstances have given rise to disorderly markets. As a result, we have taken this decisive action, after careful consideration, to protect the fundamental integrity and quality of markets and to guard against further instability in the financial sector.²⁵ »

22. *Id.*, 2.

23. *Id.*, 2-3.

24. Financial Services Authority, *Communiqué – FSA statement on short positions in financial stocks*, précité, note 7.

25. *Ibid.*

Rappelons aussi que le témoin de l'Autorité a indiqué au Bureau que les diverses autorités de valeurs mobilières au Canada entendaient à leur tour prononcer des décisions qui sont au même effet que la décision américaine et celle que l'Autorité demande au Bureau de prononcer. Il est évident qu'en temps de crise financière et d'instabilité des marchés dans un contexte de mondialisation des marchés, il s'avère nécessaire d'adopter une approche coordonnée à une crise qui frappe partout en même temps.

Encore que d'aucuns jugent que la vente à découvert a une réputation sulfureuse, cet outil financier est un instrument parfaitement légitime dans un marché dit « normal ». Certaines personnes voient dans la vente à découvert la raison de la chute des marchés. Mais la vente à découvert fournit de la liquidité aux marchés, elle fait baisser la valeur de titres surévalués et peut avoir un effet sur l'efficacité générale des marchés²⁶.

Mais en même temps, la vente à découvert peut avoir un visage plus sinistre. Certains spéculateurs pourraient être tentés de l'utiliser pour manipuler le prix des titres dans un marché baissier (*Bear market*) et répandre de fausses rumeurs pour faire descendre la valeur de ces titres. Les nouvelles technologies de l'information comme l'Internet ne font qu'exacerber cette problématique.

En vérité, il appert qu'il peut être difficile à l'heure actuelle de distinguer entre les avantages et les désavantages au plan économique de la vente à découvert. À cet égard, deux auteurs déclaraient récemment ce qui suit :

« Do the social benefits of speculative short-selling (primarily the possibility of generating discovery of more rational prices for overpriced securities) outweigh the costs (primarily the possibility that prices do not reflect the intersection of rational demand at the true supply of physical shares)? This is an empirical question and the evidence is mixed and consistent with both arguments. Short selling does seem to improve the pricing of some securities, while simply making others more volatile. Those effects are hard to disentangle.²⁷ »

Mais il est clair pour le Bureau que la situation actuelle nécessite l'adoption de mesures temporaires spéciales. En ces temps de perte de confiance dans les marchés financiers, il est temps d'adopter des mesures qui aident à rétablir la confiance. Et comme cette crise a un caractère mondial, ces mesures doivent être alignées avec celles qui sont proposées par d'autres entités de réglementation financière, afin qu'elles acquièrent ce caractère quasi universel qui en amplifiera l'efficacité.

26. Investopedia.com, *Short Selling Tutorial – Ethics and the Role of Short Selling*, 2002, <http://www.investopedia.com/university/shortselling/>, 5.

27. Christopher L. Culp and J. B. Heaton, *The Economics of Naked Short Selling*, Spring 2008, *Regulation*, 49; Voir aussi, U.S. Securities and Exchange Commission - Office of Economic Analysis, *Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot*, February 6th 2007, 59 pages, Tables and Schedules.

Comme l'a déclaré le président de la S.E.C., M. Christopher Cox :

« The commission is committed to using every weapon in its arsenal to combat market manipulations that threaten investors and capital markets. The emergency order banning short selling of financial stocks will restore equilibrium to markets. The action would not be necessary in a well-functioning market, and is just one of many actions being taken by the government to jump start the embattled financial markets.²⁸ »

Dans ces circonstances, le tribunal se rend aux arguments de l'Autorité des marchés financiers et accepte de prononcer la décision demandée.

LA DÉCISION

Après avoir pris connaissance de la demande de l'Autorité des marchés financiers, du témoignage de son vice-président exécutif, M. Pierre Bernier, de la documentation que ce dernier a déposé en preuve et des représentations du procureur de l'Autorité, le Bureau arrive à la conclusion que la demande de prononcer une interdiction d'opération sur valeurs *ex parte* à l'encontre de la vente à découvert, telle qu'introduite par l'Autorité, est bien fondée.

En conséquence, le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières, en vertu des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières*²⁹ et de l'article 93 (6°) de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*³⁰, prononce l'ordonnance suivante à l'encontre de l'usage de la vente à découvert :

Il interdit, jusqu'au 3 octobre 2008, à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert sur les titres des émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande de l'Autorité, à l'exception de :

- (a) Tout teneur de marché [au sens du paragraphe 1.1, des *Règles universelles d'intégrité du marché* («RUIM»)³¹] peut effectuer des opérations conformément à la règle 3.1 des RUIM, alinéas 2(a), (b), (d) et (h);
- (b) Quiconque effectue une vente à découvert sur tout titre négocié de tout émetteur mentionné à l'Annexe A en raison de l'exercice ou de la cession automatique d'une option sur actions détenue avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option; et

28. David Goldman, SEC Bans short selling – Agency puts temporary halt to trading practices that 'threatens investors and capital markets' for 799 financial companies, September 19, 2008, *CNNMoney.com*, <http://cnnmoney.printhis.clickability.com>, 2 pages.

29. Précitée, note 1.

30. Précitée, note 2.

31. Précitée, note 11.

- (c) Les teneurs d'options sont dispensés de l'application de la présente décision jusqu'à 23 h 59 le 22 septembre 2008 lorsqu'ils vendent à découvert dans le cadre d'activités de teneur de marché et de couverture de bonne foi directement liées à des activités de teneur de marché des instruments dérivés de bonne foi sur les titres cotés d'un émetteur mentionné à l'Annexe A.

Les émetteurs mentionnés à l'Annexe A de la demande de l'Autorité et qui sont visés par la présente décision sont les suivants :

- Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd. - FAP
- Bank of Montreal - BMO
- Bank of Nova Scotia (The) - BNS
- Canadian Imperial Bank of Commerce - CM
- Fairfax Financial Holdings Limited - FFH
- Kingsway Financial Services Inc. - KFS
- Manulife Financial Corporation - MFC
- Quest Capital Corp. - QC
- Royal Bank of Canada - RY
- Sun Life Financial Inc. - SLF
- Thomas Weisel Partners Group Inc. - TWP
- Toronto-Dominion Bank (The) - TD
- Merrill Lynch and Co., Canada Ltd. - MLC

De plus, le Bureau, en vertu de l'article 16 du *Règlement sur les règles de procédure du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*³², autorise l'Autorité à signifier la présente décision par communiqué de presse ou par tout autre moyen qu'elle déterminera.

Fait à Montréal, le 17 novembre 2008.

(S) Alain Gélinas

M^e Alain Gélinas, président par intérim

32. Précitée, note 4.

**BUREAU DE DÉCISION ET DE RÉVISION
EN VALEURS MOBILIÈRES**

PROVINCE DE QUÉBEC
MONTRÉAL
DOSSIER N° 2008-

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

800, square Victoria
22^e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Demanderesse

Demande de l'Autorité des marchés financiers en vertu du paragraphe 6° de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, L.R.Q., c. A-33.2 et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* L.R.Q., c. V-1.1

1. La Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis a prononcé le 18 septembre 2008 une ordonnance intitulée « Emergency order pursuant to section 12(k)(2) of the Securities Exchange Act of 1934 taking temporary action to respond to market developments » visant les émetteurs précisés à ladite ordonnance.
2. Cette ordonnance a été prononcée en raison du « continued potential of sudden and excessive fluctuations of securities prices and disruption in the functioning of the securities markets that could threaten fair and orderly markets ».
3. Plusieurs des émetteurs visés par cette décision sont des émetteurs interlistés sur les marchés financiers canadiens et certains ont leur siège social au Québec.
4. Le 19 septembre 2008, la Financial Service Authority (« FSA ») du Royaume-Uni a adopté une règle intitulée « Short Selling (No2) Instrument 2008 » sensiblement au même effet.
5. Les autres autorités canadiennes en valeurs mobilières s'appêtent incessamment à rendre une décision similaire à celle rendue par la SEC.
6. L'article 265 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, (L.R.Q. chap. V-1.1) (« LVM ») énonce;

« Le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières peut interdire à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs.

Il peut également interdire à une personne ou à une catégorie de personnes toute activité reliée à des opérations sur une valeur donnée.

Dans le cas d'une omission de déposer ou de fournir, conformément aux conditions et modalités déterminées par règlement, l'information périodique au sujet de l'activité et des affaires internes d'un émetteur ou toute autre information requise d'un émetteur ou d'une autre personne par règlement, le pouvoir d'interdire à une personne toute activité en vue d'effectuer une opération sur valeurs est exercée par l'Autorité ».

7. Le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières possède la juridiction pour prononcer cette interdiction d'opération sur valeurs.
8. Il est dans l'intérêt public pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce une interdiction d'opération sur valeurs en vertu de l'article 265 de la LVM pour les motifs ci-haut mentionnés.
9. Il est impérieux pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés financiers, notamment pour prévenir l'arbitrage réglementaire, que le Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières prononce sa décision sans audition préalable conformément à l'article 323.7 de la LVM pour les motifs ci-haut mentionnés.

EN CONSÉQUENCE, la demanderesse demande au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières en vertu du paragraphe 6° de l'article 93 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* et des articles 265 et 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* :

D'INTERDIRE, jusqu'au 3 octobre 2008 à moins de renouvellement, à toute personne d'effectuer toute opération constituant une vente à découvert sur les titres des émetteurs mentionnés à l'annexe A des présentes, à l'exception de :

- (a) Tout teneur de marché (au sens du paragraphe 1.1, des Règles universelles d'intégrité du marché («RUIM»)) peut effectuer des opérations conformément à la règle 3.1 des RUIM, alinéas 2(a), (b), (d) et (h);
- (b) Quiconque effectue une vente à découvert sur tout titre négocié de tout émetteur mentionné à l'annexe A en raison de l'exercice ou de la cession automatiques d'une option sur actions détenue avant la prise d'effet de la présente décision en raison de l'expiration de l'option;
- (c) Les teneurs d'options sont dispensés de l'application de la présente décision jusqu'à 23h59 le 22 septembre 2008 lorsqu'ils vendent à découvert dans le cadre d'activités de teneur de marché et de couverture de bonne foi directement liées à des activités de teneur de marché des instruments dérivés de bonne foi sur les titres cotés d'un émetteur mentionné à l'annexe A.

AUTORISER la signification de la décision par communiqué de presse ou tout autre moyen déterminé par la demanderesse ;

DE DÉCLARER en vertu de l'article 323.7 de la *Loi sur les valeurs mobilières* que la décision du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières entre en vigueur sans audition préalable et de donner aux parties l'occasion d'être entendues dans un délai de 15 jours.

Fait à Montréal, le 19 septembre 2008

(S) Girard et al.

Girard et al.

Procureurs de l'Autorité des marchés financiers

COPIE CONFORME À L'ORIGINAL SIGNÉ

ANNEXE A

Aberdeen Asia-Pacific Income Investment Company Ltd.	FAP
Bank of Montréal	BMO
Bank of Nova Scotia	BNS
Canadian Imperial Bank of Commerce	CM
Fairfax Financial Holdings Limited	FFH
Kingsway Financial Services Inc.	KFS
Manulife Financial Corporation	MFC
Quest Capital Corp.	QC
Royal Bank of Canada	RY
Sun Life Financial Inc.	SLF
Thomas Weisel Partners Group Inc.	TWP
Toronto Dominion Bank (The)	TD
Merrill Lynch & Co., Ltd.	MLC

Les titres de Merrill Lynch & Co., Ltd., ne sont pas interlistés mais cet émetteur est inclus dans l'Annexe parce que ses titres sont échangeables pour des titres de Merrill Lynch & Co Inc. (listée aux États-Unis) laquelle est visée par la décision de la SEC.

AFFIDAVIT

Je, soussigné, Pierre Bernier, exerçant au 800, square Victoria, 22^{ième} étage, dans la ville et le district de Montréal, affirme solennellement ce qui suit :

1. Je suis Vice-président Exécutif à l'Autorité des marchés financiers.
2. Tous les faits allégués à la présente demande sont vrais.

EN FOI DE QUOI, J'AI SIGNÉ À MONTRÉAL,
ce 19 septembre 2008

(S) Pierre Bernier

Affirmé solennellement devant moi à

Montréal, ce 19 septembre 2008.

(S) Suzanne Lessard

Commissaire à l'assermentation.

COPIE CONFORME À L'ORIGINAL SIGNÉ