

RÈGLEMENT 55-103 SUR LES DÉCLARATIONS D'INITIÉS POUR CERTAINES OPÉRATIONS SUR DÉRIVÉS (MONÉTISATION D' ACTIONS) ET INSTRUCTION GÉNÉRALE Y RELATIVE - AVIS DE PUBLICATION

Référence : Bulletin hebdomadaire : 2003-11-28, Vol. XXXIV n° 47

La Commission a adopté le *Règlement 55-103 sur les déclarations d'initiés pour certaines opérations sur dérivés (monétisation d'actions)* (le « règlement ») en vertu de l'article 331.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec (la « Loi »), et adopté l'*Instruction générale relative au Règlement 55-103 sur les déclarations d'initiés pour certaines opérations sur dérivés (monétisation d'actions)* (l'« instruction générale ») comme instruction générale en vertu de la Loi.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont élaboré, à leur initiative, le règlement et l'instruction générale en réponse aux inquiétudes sur la possibilité qu'échappent aux exigences de déclarations d'initiés en vigueur certaines opérations sur dérivés, notamment les opérations de monétisation d'actions (expliquées ci-après), qui répondent à un ou plusieurs des fondements du régime de déclaration des initiés. Nous estimons que la communication rapide de ces opérations au public est nécessaire à la préservation et au renforcement de l'intégrité du régime canadien de déclaration des initiés et de la confiance du public dans ce régime.

Le règlement devrait être adopté sous forme de règlement en Alberta, au Manitoba, en Ontario, au Québec et en Nouvelle-Écosse, comme règlement de la commission en Saskatchewan, et sous forme d'instruction dans la plupart des autres territoires composant les ACVM. L'instruction générale devrait être adoptée sous forme d'instruction dans la plupart des territoires composant les ACVM. Bien qu'elle ait participé à l'élaboration du règlement et de l'instruction générale, la British Columbia Securities Commission n'adoptera vraisemblablement pas ces textes. En lieu et place, elle a choisi de prescrire des obligations similaires par voie de modification à la *Securities Act* de la Colombie-Britannique.

Tout règlement pris en vertu de l'article 331.1 est approuvé, avec ou sans modification, par le ministre. Un projet de règlement ne peut être soumis pour approbation ou être édicté avant l'expiration d'un délai de 30 jours à compter de sa publication. Il est prévu que le règlement entrera en vigueur au Québec, à l'instar des autres territoires, le 28 février 2004. L'instruction générale a été adoptée en vertu de l'article 274 de la Loi. Elle entrera en vigueur en même temps que le règlement.

La Commission a publié un avant-projet de règlement et un projet d'instruction générale (les « projets de textes ») dans son Bulletin hebdomadaire, Vol. XXXIV, n° 8 (28 février 2003), et un projet de règlement et d'instruction générale dans son Bulletin hebdomadaire, Vol. XXXIV, n° 36 (12 septembre 2003).

Les ACVM ont reçu sept lettres de commentaires dans le cadre de la consultation. Elles les ont étudiées et pris les décisions que traduit la version finale du règlement et de l'instruction générale publiée avec le présent avis. Nous joignons à l'Annexe A la liste des intervenants, ainsi qu'un résumé des commentaires reçus et les réponses des ACVM.

Les ACVM estiment qu'aucune des modifications apportées aux projets de textes n'est importante. Par conséquent, elles ne les publient pas de nouveau aux fins de consultation.

Substance et objet du règlement et de l'instruction générale

1. Objet du règlement

Le règlement vise à préserver et à renforcer l'intégrité du régime de déclaration des initiés et la confiance du public dans ce régime par l'application des mesures suivantes :

- garantir la transparence, pour le marché, des opérations sur dérivés conclues par des initiés qui ont une incidence financière similaire aux opérations d'initiés;
- dans le cas où une opération réalisée par un initié répond à un ou plusieurs des fondements du régime de déclaration des initiés, veiller à ce que l'initié soit tenu de déposer une déclaration d'initié, même si, pour des raisons d'ordre technique, l'opération échappe au champ d'application des règles de déclaration d'initié en vigueur;
- dissiper l'incertitude quant à la détermination de ce qui est et ce qui n'est pas un contrat, un arrangement, une entente ou une opération assujettis aux exigences de déclarations d'initiés.

2. *Qu'est-ce qu'une opération de monétisation d'actions ?*

Une opération de monétisation d'actions est une opération permettant à un investisseur de recevoir une somme en espèces correspondant au produit de la cession de titres de l'émetteur et de transférer tout ou partie du risque et du rendement liés aux titres sans qu'il y ait réellement transfert de propriété véritable et réelle des titres. (On entend communément par « monétisation » la conversion d'un actif – tel que des titres – en espèces.)

Le problème réside à notre avis en ce que, dans le cas où un *initié à l'égard d'un émetteur assujetti* conclut une opération de monétisation sans communiquer l'existence et les modalités importantes de l'opération, il existe un risque de préjudice pour les investisseurs et l'intégrité du régime de déclaration des initiés pour les raisons suivantes :

- bien qu'il ne soit pas autorisé à conclure d'opérations sur les titres de l'émetteur, l'initié disposant d'information importante inconnue du public peut en tirer indûment parti en concluant des opérations sur dérivés imitant des opérations sur les titres de l'émetteur assujetti;
- le marché étant privé d'information importante sur les opérations de l'initié, son efficacité s'en trouvera perturbée;
- comme la participation de l'initié communiquée au public ne correspond plus à sa véritable situation financière à l'égard de l'émetteur, les exigences d'information sur sa participation (par exemple, la déclaration d'initié ou la circulaire de sollicitation de procurations) pourraient en fait induire en erreur les investisseurs.

Nous estimons que bon nombre de ces opérations sont assujetties aux règles en vigueur régissant les déclarations d'initiés. Nous reconnaissons toutefois qu'on peut se demander à bon droit, du moins dans certains cas, si ces règles s'appliquent. Aussi avons-nous élaboré le règlement afin d'élucider le problème.

Le règlement procède, en matière d'opérations de monétisation, d'une optique de principes. L'initié qui conclut une opération répondant à un ou plusieurs des fondements des déclarations d'initiés mais qui pourrait prétendre, pour des raisons d'ordre technique, être exclus du champ d'application des règles en vigueur sera tenu, en vertu du règlement, de déposer une déclaration d'initié. Ainsi, on pourra, sur le marché, juger par soi-même de l'importance éventuelle de l'opération visée.

3. *Objet de l'instruction générale*

L'objet de l'instruction générale est d'indiquer comment les ACVM jugent qu'il faut interpréter et appliquer le règlement.

4. *Résumé du règlement et de l'instruction générale*

On trouvera un résumé du règlement et de l'instruction générale dans l'avis publié dans le Bulletin hebdomadaire de la CVMQ, Vol. XXXIV, n° 8 (28 février 2003).

Résumé des modifications apportées au règlement et à l'instruction générale

Nous joignons à l'Annexe A la liste des intervenants, ainsi qu'un résumé des commentaires reçus et les réponses des ACVM.

Les ACVM estiment qu'aucune des modifications apportées aux projets de textes n'est importante. Par conséquent, elles ne les publient pas de nouveau aux fins de consultation.

À noter que, dans la version française des textes, deux termes définis ont été modifiés : « participation économique dans un titre » a été remplacé par « intérêt financier dans un titre » et « risque économique » par « risque financier ».

Avis du personnel

Les ACVM publieront au plus tard à l'entrée en vigueur du règlement un avis du personnel présentant des exemples de types d'arrangements de monétisation et des recommandations du personnel sur le mode de déclaration possible dans le Système électronique de déclaration des initiés (SEDI).

Texte du règlement et de l'instruction générale

On trouvera dans les sections Autres règlements et Instructions générales canadiennes, le texte du règlement et de l'instruction générale.

Le 28 novembre 2003

Annexe A

Résumé des commentaires reçus et réponses des ACVM

Intervenants :

- Michael Padfield (Régime de retraite des enseignants de l'Ontario), commentaires du 30 mai 2003
- Ken Hugessen (Mercer Human Resources Consultants), commentaires du 30 mai 2003
- Clint Calder (CIBC), commentaires du 31 mai 2003
- Blake, Cassels & Graydon, commentaires du 3 juin 2003
- Osler, Hoskin & Harcourt, commentaires du 5 juin 2003
- Adam J. Segal (Borden Ladner Gervais), commentaires du 13 juin 2003
- Simon Romano (Stikeman Elliott), commentaires du 28 juillet 2003

Nous tenons à remercier les intervenants d'avoir pris le temps de participer. Nous avons soigneusement étudié leurs commentaires, que nous résumons, accompagnés de nos réponses, dans le tableau suivant.

N°	Sujet	Commentaires	Réponse
RÈGLEMENT 55-103 – RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES			
1.	Appui général en faveur du projet	<p>Cinq des sept intervenants se sont prononcés en faveur du projet, à condition, pour plusieurs d'entre eux, que les questions abordées dans leurs commentaires soient réglées.</p> <p>Voici le résumé de leurs commentaires.</p>	Nous remercions les intervenants pour leur appui et leurs commentaires. Nous avons soumis ces commentaires à un examen attentif et, lorsque nous l'avons jugé à propos, modifié le projet de règlement en conséquence.
2.	Appui général en faveur du projet (Régime de retraite des enseignants de l'Ontario (« RREO »))	<p>Nous avons étudié [le projet de règlement] du point de vue d'un investisseur institutionnel actif qui s'attend à ce que les intéressés déposent des déclarations d'initiés exactes en temps opportun et compte sur ces déclarations, est parfois obligé de déposer des déclarations d'initiés relativement à des investissements substantiels et fait des placements dans une large gamme de titres et d'instruments financiers comportant de nombreuses stratégies d'investissement.</p> <p>De façon générale, nous sommes en faveur du Règlement 55-103 et convenons avec les ACVM que la communication rapide au public d'information sur les opérations de monétisation d'actions est nécessaire au renforcement de l'intégrité du régime canadien de déclaration des initiés et de la confiance du public dans ce régime.</p>	Nous remercions cet intervenant pour son appui.
3.	Appui général en faveur du projet (Mercer Human Resource Consulting)	<p>Nous approuvons votre proposition d'obliger les initiés à déclarer la couverture de leur position en actions.</p> <p>En tant que consultants spécialisés en rémunération, nous concevons fréquemment des programmes de rémunération à base d'actions qui lient les dirigeants aux actions de leur société et, partant, à la réalité vécue par les actionnaires. Le risque assumé par le truchement des actions est un des objectifs fondamentaux de nos régimes de rémunération. Nous comprenons les besoins (en matière de diversification, de risque et de sécurité financière) qui poussent les dirigeants à couvrir leur position, mais ce type de couverture va à l'encontre d'un des objectifs fondamentaux de ces régimes. Dans le même ordre d'idées, nous encourageons nos clients à adopter des lignes directrices en</p>	Nous remercions cet intervenant pour son appui.

		<p>matière de participation des dirigeants et à indiquer l'évolution de la participation de ceux-ci. En l'absence d'information sur les opérations de couverture, les actionnaires ne peuvent pas connaître le véritable risque financier auquel s'exposent les dirigeants qui détiennent les titres.</p>	
4.	<p>Appui général en faveur du projet</p> <p>(Oslers)</p>	<p>Nous approuvons l'objectif des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) de garantir que les initiés indiquent toute alinéation de leur intérêt financier dans les titres de l'émetteur assujetti à l'égard duquel ils sont initiés ou du risque financier associé à ces titres. Cette information est importante pour le marché, notamment si la participation d'un initié dans le capital d'un émetteur assujetti a été précédemment déclarée, puis modifiée par l'initié de telle sorte que celui-ci n'est plus exposé, en tout ou en partie, à la performance financière de l'émetteur assujetti indiquée par le cours des titres détenus par l'initié.</p>	<p>Nous remercions cet intervenant pour son appui.</p>
5.	<p>Préoccupations à propos du projet - compétence</p> <p>(CIBC)</p>	<p>[...] bien que cet effet ne soit probablement pas voulu, la mise en oeuvre du projet de règlement pourrait imposer des obligations réglementaires provinciales aux banques et autres institutions financières sous réglementation fédérale. Ces obligations pourraient avoir des répercussions involontaires sur les activités des banques, et surtout sur les activités de prêt courantes.</p>	<p>Même si le projet de règlement a des répercussions sur les activités de prêt des institutions financières sous réglementation fédérale, nous estimons que ces répercussions seront minimales. Selon nous, imposer aux initiés l'obligation de déclarer leurs opérations sur dérivés qui ont un effet sur le plan financier analogue à celui des opérations d'initiés est un élément normal de tout régime de déclaration des initiés.</p>
6.	<p>Préoccupations à propos du projet - application aux contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur</p> <p>(CIBC)</p>	<p>Nous estimons que l'effet rétroactif du projet de règlement est pour le moins troublant et inopportun. Bien que l'on tente, dans le projet d'instruction générale, de justifier l'application rétroactive des exigences de déclaration, nous estimons qu'il est hautement inhabituel d'appliquer rétroactivement de nouvelles exigences. Il se peut que de nombreux initiés aient conclu diverses opérations (comme des contrats de prêt comportant des mises en gage à recours limité) sans remplir de déclarations d'initiés, parce qu'ils estimaient raisonnablement que ces opérations n'étaient pas visées par les exigences de déclarations d'initiés (et qu'ils avaient obtenu une opinion juridique en ce sens).</p> <p>Bien que l'on précise, dans le projet d'instruction générale, que l'on tente uniquement de clarifier les circonstances dans lesquelles les exigences de déclarations d'initiés s'appliqueront (puisqu'elles ont pu ne pas s'appliquer dans le passé pour des raisons d'« ordre technique »), des situations se produiront dans lesquelles certains types d'opérations seront visées alors qu'elles n'étaient pas clairement visées par les exigences de déclarations d'initiés antérieures. Par conséquent, l'article 2.3 aura pour effet de modifier la loi de façon rétroactive dans ce domaine.</p> <p>Nous estimons qu'il ne faut pas prendre cette mesure à la légère, mais qu'il faut au contraire la réexaminer. Si les ACVM ne veulent pas la réexaminer, nous leur recommandons au moins de fournir dans le projet d'instruction générale d'autres exemples d'exigences réglementaires imposées rétroactivement et de justifier de manière plus convaincante l'application rétroactive des exigences à ces cas.</p>	<p>Nous ne sommes pas d'accord avec l'idée selon laquelle le règlement a un « effet rétroactif ». Si un initié a conclu, avant l'entrée en vigueur du règlement, une opération de monétisation qui n'était pas visée par les exigences de déclaration à ce moment, le projet de règlement n'y change rien.</p> <p>Le projet de règlement ne vise que les déclarations d'initiés déposées à la date d'entrée en vigueur du projet de règlement ou après cette date. L'initié qui dépose, après la date d'entrée en vigueur, une déclaration qui ne traduit pas fidèlement sa position financière réelle à l'égard de l'émetteur en raison d'une opération de monétisation préexistante toujours en vigueur doit déclarer l'opération et indiquer ses modalités importantes.</p> <p>Lorsque nous avons élaboré le projet de règlement, nous nous sommes demandés s'il fallait y inclure une disposition d'antériorité générale qui aurait dispensé les intéressés de déclarer les contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur, mais nous en sommes arrivés à la conclusion qu'il ne fallait pas le faire pour plusieurs raisons :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Étant donné que nombre d'opérations de monétisation sont des arrangements à long terme, une disposition d'antériorité aurait été en contradiction avec l'objectif fondamental du projet : faire en sorte que les déclarations d'initiés déposées après la date d'entrée en vigueur traduisent fidèlement la position financière réelle de l'initié à l'égard de l'émetteur en question. Une disposition d'antériorité empêcherait de déterminer si une déclaration d'initié déposée après la date d'entrée en vigueur traduit fidèlement la position financière réelle de l'initié. 2) Il se peut fort bien que certains initiés aient réalisé des opérations sans déposer de déclaration parce qu'ils estimaient que les opérations n'étaient pas visées par les exigences de déclarations d'initiés, mais nous ne jugeons pas raisonnable de supposer que

ces opérations ne seront jamais visées par ces exigences, surtout parce que ce sont des arrangements à long terme.

- 3) Nous reconnaissons que bon nombre d'initiés qui ont réalisé des opérations sans les déclarer n'ont pas agi ainsi dans le but de tromper le marché. Toutefois, nous estimons que continuer à ne pas déclarer ces opérations pourrait bien avoir cet effet. Nous estimons que la plupart des initiés seront en faveur d'un projet qui empêche cette situation de se produire.

7. Préoccupations à propos du projet - application aux contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur

(Oslers)

[...] On peut lire dans l'avis accompagnant le règlement que « [si les contrats, arrangements et ententes qui sont déjà en vigueur] ne sont pas rendus publics, le marché sera dans l'impossibilité de déterminer si la participation d'un initié communiquée au public traduit fidèlement sa situation financière réelle à l'égard de l'émetteur assujéti ».

Nous sommes d'accord, mais nous avons de sérieuses réserves au sujet de l'obligation de déclarer les contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur, car, lorsque ceux-ci ont été conclus, il n'existait pas d'obligation de les rendre publics, et ce facteur était sûrement important pour certains initiés qui craignaient peut-être que la communication d'information sur les mesures prises pour se libérer du risque financier lié à la performance de l'émetteur ne provoque une baisse du cours des actions. Nous convenons que l'on a tenté, en rédigeant le règlement, de garantir cette transparence, justement pour que le cours des actions traduise la disposition, et qu'il devrait en être ainsi pour les opérations réalisées à compter de la mise en oeuvre. Toutefois, si la communication d'information sur les contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur entraîne une baisse du cours, ce sont les investisseurs actuels qui en subiront les conséquences financières. Selon nous, il n'est pas juste de leur faire assumer un risque de perte découlant de la communication d'information. Qui plus est, la communication d'information n'exposera à aucun risque de baisse de valeur l'initié qui a couvert depuis longtemps son risque financier à l'égard du cours de l'action de l'émetteur.

Nous sommes toujours d'avis que, si les initiés ne sont pas tenus de rendre publics les contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur, le marché sera dans l'impossibilité de déterminer si la participation d'un initié communiquée au public traduit fidèlement sa situation financière réelle à l'égard de l'émetteur assujéti.

Étant donné que nombre d'opérations de monétisation sont des arrangements à long terme, la capacité du marché d'évaluer la signification des déclarations d'initiés sera sérieusement compromise pendant de nombreuses années.

En ce qui concerne la préoccupation selon laquelle la communication d'information sur les contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur pourrait entraîner une baisse du cours de l'action dont les investisseurs actuels subiraient les conséquences financières, nous estimons que ces cas seront rares.

Selon nous, dans bien des cas, il est peu probable que la communication du fait qu'un initié détient des actions monétisées précédemment ait une incidence substantielle sur le cours actuel de l'action. Par exemple, si l'initié a conclu les contrats, arrangements ou ententes pour des motifs indépendants de l'émetteur ou de l'opinion de l'initié sur ses perspectives, leur publication ne devrait avoir qu'une incidence minime sur le cours de l'action de l'émetteur, si tant est qu'elle en ait une.

Si la publication des contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur a réellement une incidence significative sur le cours de l'action, nous estimons que l'information devrait être à la disposition de *tous* les participants au marché, et non pas uniquement à la disposition de l'initié, de ses conseillers et des autres personnes informées de l'opération en question, car, dans ces circonstances, le cours ne traduit pas toute l'information pertinente. Continuer à ne pas rendre public les contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur pourrait être préjudiciable aux nouveaux investisseurs qui prennent une décision de placement en tenant compte du fait que l'initié semble avoir une participation dans l'émetteur.

8. Préoccupations à propos du projet - application aux contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur

(Mercer)

En vertu du projet actuel, les personnes physiques seraient tenues de donner de l'information sur tous les instruments de couverture en circulation à la date d'entrée en vigueur du règlement. Elles seraient obligées de donner de l'information sur des contrats conclus à un moment où l'obligation de le faire n'était pas aussi claire [...] Nous sommes sensible à l'argument selon lequel continuer à ne pas donner d'information sur les contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur peut entraîner la présentation d'information trompeuse sur le risque financier réel auquel s'expose l'intéressé.

Lorsque nous avons élaboré le projet de règlement, nous nous sommes demandés s'il fallait en retarder l'entrée en vigueur pour les contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur. Étant donné qu'il était peu probable que le règlement entre en vigueur avant janvier 2004 en raison du processus de consultation, nous avons conclu que cette solution n'était pas recevable.

		<p>Si le règlement doit s'appliquer à tous les instruments en circulation à la date d'entrée en vigueur, nous proposons de donner suffisamment de temps avant cette date aux personnes physiques pour leur permettre de dénouer leurs opérations de couverture, si elles le souhaitent. Nous proposons que la date d'entrée en vigueur tombe au moins six mois après la publication de la version finale du règlement.</p>	
9.	<p>Préoccupations à propos du projet - application aux contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur</p> <p>(Romano)</p>	<p>Si les opérations de monétisation d'actions réalisées avant la date d'entrée en vigueur doivent être déclarées, elles ne devraient pas être visées par les exigences de déclaration après la date d'entrée en vigueur en vertu des articles 2.3 et 3.2, si elles ont déjà été déclarées avant la date d'entrée en vigueur. Autrement dit, les initiés qui ont déposé des déclarations d'initiés concernant une opération de monétisation d'actions ne devraient pas être tenus d'assumer le coût d'un autre dépôt. En tout état de cause, il faudrait leur donner au moins 90 jours pour effectuer le dépôt visé à l'article 3.2, surtout s'ils ne sont pas résidents du Canada. Dix jours de délai ne suffisent pas.</p>	<p>L'initié qui a déposé dans SEDI une déclaration en bonne et due forme au sujet de l'opération avant l'entrée en vigueur du Règlement 55-103 n'aura pas à déposer d'autre déclaration en vertu de l'article 3.2.</p> <p>En revanche, l'initié qui a déposé une déclaration concernant une opération de monétisation d'actions sous l'ancien régime de déclaration en format papier devra déposer une nouvelle déclaration dans SEDI pour s'assurer que le système rend bien compte de l'opération.</p>
10.	<p>Préoccupations à propos du projet - formulaire de déclaration d'initié / SEDI</p> <p>(CIBC)</p>	<p>[N]ous proposons aux ACVM de ne pas apporter de modification aussi radicale aux exigences de déclarations d'initiés sans examiner soigneusement la méthodologie de déclaration. Les ACVM devraient notamment se demander si le formulaire de déclaration actuel est assez flexible pour permettre aux initiés de s'en servir dans toutes les circonstances prévues par le projet de règlement et s'il constituera un moyen efficace pour communiquer au marché les mesures prises par les initiés et leur incidence sur leur « risque financier » à l'égard d'un émetteur assujéti ou sur leur « intérêt financier dans un titre ».</p> <p>En ce qui concerne ce dernier point, étant donné que les initiés peuvent conclure des opérations de monétisation d'actions tout en conservant des droits de vote et un certain risque de hausse ou de perte à l'égard des actions monétisées, voire régler les opérations en espèces et conserver ainsi une pleine participation dans les titres, nous craignons que, si certains éléments d'information ne sont pas clarifiés au moyen d'un formulaire spécialisé (voire d'un formulaire distinct), l'information fournie ne crée la confusion et ne soit trompeuse. Nous suggérons également aux ACVM d'étudier la façon dont ces opérations sont déclarées aux États-Unis.</p>	<p>Nous avons soigneusement étudié la question de la méthodologie de déclaration et faisons remarquer que certains initiés ont déposé des déclarations en format papier et dans SEDI à l'égard d'opérations de monétisation d'actions. Nous notons également que les déclarations d'initiés relatives à des opérations de monétisation d'actions sont généralement déposées en format papier aux États-Unis.</p> <p>Le personnel des ACVM a rédigé un avis pour aider les initiés qui ont réalisé de telles opérations et favoriser la cohérence des dépôts. L'avis contient plusieurs exemples d'opérations sur dérivés et des exemples de déclaration de ces opérations.</p>
11.	<p>Préoccupations à propos du projet - portée limitée du projet</p> <p>(Romano)</p>	<p>J'estime que l'Instruction générale 55-103 devrait traiter de l'information demandée par les détenteurs de blocs de contrôle qui font des opérations de monétisation d'actions (voir l'article 2.8 du <i>Multilateral Instrument</i> 45-102) et de l'obligation des porteurs détenant plus de 10 p. 100 des titres de mettre à jour leurs déclarations selon le système d'alerte s'ils souhaitent faire des opérations de monétisation d'actions alors qu'ils n'ont pas indiqué cette possibilité dans une déclaration antérieure (ce qui pourrait déclencher l'obligation de communiquer un « changement à l'égard d'un autre fait important » prévue par le paragraphe</p>	<p>Nous convenons que les stratégies de monétisation pourraient avoir des répercussions sur d'autres domaines du droit des valeurs mobilières, comme les règles relatives au placement de blocs de contrôle et celles relatives au système d'alerte.</p> <p>Le présent projet ne concerne que le régime de déclaration des initiés. Par conséquent, nous n'avons pas répondu aux autres commentaires soulevés par l'intervenant à propos de l'Instruction complémentaire. Nous les analyserons dans le cadre de notre examen permanent de ces opérations et du projet d'harmonisation de la législation en valeurs mobilières.</p>

<p>12. Définitions - « risque financier » (Oslers)</p>	<p>[N]ous estimons que [...] le champ d'application est trop vaste. Le règlement vise d'abord un très grand nombre d'activités pour ensuite accorder plusieurs dispenses très vagues pour les activités auxquelles il ne doit pas s'appliquer.</p> <p>Le principal problème posé par la démarche suivie dans le règlement est que la définition de « risque financier » [...] a une portée excessive, car elle fait référence aux « participations économiques ou financières » de l'émetteur assujetti.</p> <p>Résultat, un grand nombre d'opérations avec des initiés, qui n'ont rien à voir avec les opérations pouvant faire l'objet d'une monétisation d'actions, seront visées par le règlement.</p> <p>Selon nous, il y a lieu de limiter les types d'opérations visées par le règlement. Si le critère suivant, qui est exactement le contraire de la dispense prévue à l'alinéa 2.2(a), était adopté comme obligation de déclaration principale, il répondrait à toutes les préoccupations auxquelles le règlement est censé apporter une solution :</p> <p style="padding-left: 40px;">un contrat, un arrangement ou une entente qui touche, directement ou indirectement, un titre d'un émetteur assujetti ou un dérivé dont l'élément sous-jacent est ou comprend comme composante importante un titre d'un émetteur assujetti.</p> <p>L'obligation de déclaration que l'on tente d'imposer dans le présent règlement ne devrait viser que les changements du risque financier à l'égard de la performance de l'émetteur assujetti.</p>	<p>Nous avons, dans un premier temps, envisagé un critère de déclaration analogue à celui que propose l'intervenant, mais nous sommes arrivés à la conclusion qu'il avait probablement une portée excessive, parce que certaines conventions, et notamment les conventions des actionnaires, les conventions d'entiercement et les conventions de blocage, « touchent » des titres (ou des participations dans des titres) de l'émetteur assujetti mais ne sont pas pertinentes à un régime de déclaration des initiés. Si un critère analogue à celui proposé par l'intervenant était adopté comme obligation de déclaration principale, il faudrait prévoir une dispense axée sur la question de savoir si la convention modifie le risque financier de l'initié à l'égard de l'émetteur assujetti, ce qui serait le contraire de la démarche actuelle.</p>
<p>13. Définitions - « risque financier » et « intérêt financier dans un titre » (CIBC)</p>	<p>Nous estimons que la définition de « risque financier » est trop subjective et en grande partie redondante, car la définition de « intérêt financier dans un titre » couvre essentiellement le même sujet. En outre, nous estimons que la définition de « risque financier » a une portée excessive et ne se limite pas aux opérations sur les titres de l'émetteur assujetti. [...] On tente bien, dans le projet d'instruction générale, de justifier ces deux critères, mais nous ne trouvons pas que les motifs avancés soient convaincants. L'exemple cité (un initié qui se retrouve dans une position vendeur non couverte) n'est pas très utile car la plupart des initiés n'ont pas le droit de faire des ventes à découvert (parce que des politiques internes ou la législation le leur interdisent) et que, en tout état de cause, ces ventes seraient sûrement visées par les exigences de déclarations d'initiés en vigueur.</p>	<p>Nous concédons que les critères de l'« intérêt financier » et du « risque financier » se chevauchent quelque peu, mais nous ne jugeons pas qu'ils soient identiques. L'intervenant le reconnaît d'ailleurs implicitement lorsqu'il déclare que le critère du risque financier a une portée excessive.</p> <p>Nous estimons que certaines opérations doivent être déclarées mais que le critère de l'intérêt financier ne suffit pas toujours à cette fin.</p> <p>Ainsi, il semblerait que l'initié qui ne détient aucun titre d'un émetteur assujetti soit libre d'effectuer des opérations sur dérivés qui reproduise des opérations sur ces titres, parce qu'il n'a pas d'intérêt financier dans des titres qui pourrait être modifiée par ces opérations sur dérivés. Selon nous, il ne faut pas automatiquement supposer que ces dernières seront interdites ou visées par les obligations de déclaration en vigueur dans tous les cas.</p> <p>Deuxièmement, certains régimes de rémunération à base de dérivés, qui, selon nous, devraient être visés par une obligation de déclaration, pourraient ne pas répondre au critère de l'« intérêt financier ». Si un régime de rémunération accorde une discrétion analogue à celle prévue par un régime de rémunération à base d'actions classique, nous nous estimons que l'exercice de cette discrétion doit être transparent pour le marché. Si le régime prévoit un paiement en espèces correspondant au changement de valeur d'un titre, au lieu d'un</p>

		<p>paiement sous forme de titres, on peut se demander s'il touche un « titre ». Dans ce cas, on peut douter que le régime réponde au critère de l'« intérêt financier ».</p> <p>Troisièmement, le critère du risque financier nécessite la prise en compte de positions financières reliées. Par exemple, si un initié se trouve à la fois en position acheteur et en position vendeur, on peut dire que l'acquisition de la position vendeur n'a pas d'incidence directe sur l'intérêt financier de l'initié dans la position acheteur. Il est permis de penser que l'initié conserve son intérêt financier dans la position acheteur (considérée séparément). Ce n'est qu'en considérant ensemble les deux positions compensatoires reliées que l'on peut dire que l'initié a modifié sa position économique. Il a neutralisé son risque financier à l'égard de l'émetteur.</p>
14. Définitions - « risque financier » et « intérêt financier dans un titre » (CIBC)	<p>Nous recommandons que les quatre dernières lignes de la définition de « intérêt financier dans un titre » soient modifiées comme suit : « notamment la proportion dans laquelle cette personne a le droit, direct ou indirect, de recevoir un bénéfice ou de participer au bénéfice résultant d'une opération sur ce titre ». Nous estimons que les autres mots sont inutiles et obscurcissent la définition.</p>	<p>Nous avons simplifié la définition de « intérêt financier dans un titre » comme suit :</p> <p>« intérêt financier dans un titre » :</p> <p>i) soit le droit de recevoir un avantage ou un rendement relativement à un titre, ou la possibilité de participer à cet avantage ou à ce rendement;</p> <p>ii) soit un risque de perte relativement à un titre.</p> <p>Cette modification vise à faciliter la lisibilité et non à modifier la signification fondamentale de la définition d'« intérêt financier dans un titre ». Nous avons supprimé de la version anglaise le terme « pecuniary interest » et le dernier paragraphe de la définition, qui s'inspirait de la définition de « pecuniary interest » de la Rule 16a-1(a)(2) de la SEC, car nous estimons que la définition actuelle a une portée suffisante pour englober ce concept.</p>
15. Définitions - « titre d'un émetteur assujéti » (Blakes)	<p>Nous estimons que l'alinéa b) de la définition de « titre d'un émetteur assujéti » (« un titre dont le cours varie de façon importante en fonction de celui d'un titre de l'émetteur assujéti ») est ambigu parce qu'il pourrait élargir la portée de l'obligation de déclaration d'initié aux opérations sur des titres émis par un autre émetteur et dont le cours est en étroite corrélation avec celui des titres de l'émetteur assujéti à l'égard duquel la personne est initiée. [...] Par conséquent, nous estimons qu'il faudrait modifier l'alinéa b) de la définition en remplaçant « varie de façon importante en fonction de » par « est fonction de », un peu comme dans la définition de « dérivé ».</p>	<p>Nous sommes d'accord avec ce commentaire et avons modifié le projet de règlement en conséquence.</p>
16. Définitions - « élément sous-jacent » (Blakes)	<p>Nous recommandons de remplacer le terme « élément sous-jacent », à l'alinéa 2.2(a), par les termes « un titre, un élément, une formule ou un repère sous-jacents », que l'on retrouve dans la définition de « dérivé », par souci de clarté et de cohérence dans les territoires qui n'ont pas de définition d'« élément sous-jacent ».</p>	<p>Nous sommes d'accord avec ce commentaire et avons modifié le projet de règlement en conséquence.</p>
17. Portée de l'article 2.1 - exigence de déclaration - critère (RREO)	<p>Nous estimons qu'il faut élargir la portée de l'article 2.1 et exiger la déclaration de la résiliation ou des changements importants des contrats, arrangements ou ententes déclarés qui modifient le risque financier de l'initié à l'égard de l'émetteur assujéti ou de ses titres, ou son intérêt financier dans ceux-ci, tant que l'initié demeure initié.</p>	<p>Nous sommes d'accord avec ce commentaire et avons modifié le projet de règlement en conséquence.</p>

<p>18. Portée de l'article 2.1 - exigence de déclaration - critère</p> <p>(CIBC)</p>	<p>Nous estimons qu'il ne devrait pas y avoir d'exigence de déclaration tant qu'il n'existe pas d'entente ayant force exécutoire. [...] Obliger les initiés à déclarer « une entente d'une quelconque nature » pourrait entraîner la diffusion d'information non fiable et trompeuse. Par exemple, certains participants au marché exploitent leur entreprise de telle façon que les documents relatifs à une opération de monétisation d'actions sont établis à l'avance mais ne sont pas signés avant que les parties ne se soient entendues sur le prix et les autres modalités pertinentes. [...] Si le participant ne peut pas réaliser l'opération de couverture à un prix convenable, l'opération de monétisation d'actions peut ne jamais avoir lieu.</p> <p>Les mots « entente d'une quelconque nature » figurant dans le projet de règlement laissent entendre que les initiés doivent déposer une déclaration lorsque les documents sont établis ou que les participants commencent à constituer leur couverture, puisqu'ils ont alors une « entente d'une quelconque nature ».</p> <p>Par conséquent, nous recommandons que le libellé de l'alinéa 2.1(a) soit modifié comme suit : « l'initié conclut un contrat ou un arrangement ayant force obligatoire qui a pour conséquence de changer [...] ».</p>	<p>L'exigence de déclaration prévue à l'article 2.1 est déclenchée lorsque « l'initié conclut un contrat, un arrangement ou une entente [...] qui a pour conséquence de changer » son risque financier à l'égard de l'émetteur assujéti ou son intérêt financier dans un titre de celui-ci.</p> <p>Il faut déclarer toute entente non officielle ou tout arrangement non écrit qui a pour conséquence de changer l'intérêt financier ou le risque financier de l'initié.</p> <p>Si les documents ont été établis mais n'ont pas été signés, et qu'il n'y a pas d'entente sur le prix ou les autres modalités pertinentes, on peut douter que l'intérêt financier ou le risque financier de l'initié ont changé.</p>
<p>19. Dispenses - alinéa 2.2(a)</p> <p>(CIBC)</p>	<p>En ce qui concerne le critère de la « composante importante », le projet d'instruction générale indique que la détermination de l'importance se fonde sur des facteurs similaires à ceux compris dans les concepts de fait important et de changement important. Cette explication signifie probablement qu'un titre d'un émetteur assujéti serait considéré comme une composante importante d'un dérivé conclu par un initié à l'égard de l'émetteur assujéti si un participant au marché jugeait importante sa présence ou le pourcentage qu'il représente. Nous soutenons que la référence aux concepts de fait important et de changement important dans le projet d'instruction générale n'est pas très utile et qu'il faut clarifier le projet de règlement sur ce point. Par exemple, si un initié à l'égard d'une société dont les titres sont compris dans l'indice S&P/TSE 60 achetait un certificat de dépôt émis par une banque ou un dérivé émis par un tiers et lié à cet indice, à quel moment l'initié serait-il tenu de déclarer l'opération en vertu du projet de règlement ? En admettant que l'initié ait conclu l'opération au moment où les titres étaient considérés comme une « composante importante » du dérivé, que se passerait-il si les titres devenaient une composante moins importante de l'indice (comme dans le cas de Nortel) ? Il est probable qu'aucune nouvelle position sur dérivé ou aucun dénouement de position sur dérivé lié à l'indice ne serait déclaré. Résultat : les déclarations antérieures pourraient ne pas traduire fidèlement la position financière réelle de l'initié.</p>	<p>Nous estimons que l'alinéa 2.2(a) est clair.</p> <p>L'initié à l'égard d'un émetteur dont les titres sont compris dans l'indice S&P/TSE 60 qui achète un dérivé émis par un tiers et lié à cet indice ne serait tenu de déclarer l'opération que si les titres de l'émetteur constituaient une composante importante de l'indice. Pour déterminer si un titre est une composante importante de l'indice, l'initié doit tenir compte de la notion d'importance utilisée dans les définitions de « changement important » et de « fait important » de la législation en valeurs mobilières.</p> <p>En Ontario, par exemple, la définition de « changement important » indique qu'il s'agit d'un changement « s'il est raisonnable de s'attendre à ce que ce changement ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de cet émetteur ». S'il est raisonnable de s'attendre à ce qu'un changement important touchant l'émetteur ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des unités d'un indice, les titres de l'émetteur sont une composante importante de cet indice.</p> <p>Si l'initié a conclu une opération au moment où les titres étaient considérés comme une « composante importante » du dérivé, mais que les titres ne sont plus une composante importante, il n'a plus d'obligation de déclaration. Le moment pertinent pour déterminer si un titre est une composante importante d'un dérivé est celui où l'initié doit respecter l'obligation prévue à l'article 2.1.</p> <p>À noter également que plusieurs dispenses ont été ajoutées pour répondre aux préoccupations de cet intervenant, notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> - une dispense pour les contrats conclus par l'initié dans le cours normal de ses activités (nouvel alinéa 2.2(f)); - une dispense pour les dérivés de crédit (nouvel alinéa 2.2(g)).

<p>20. Dispenses - alinéa 2.2(a) (Oslers)</p>	<p>La portée actuelle de l'alinéa 2.2(a) est insuffisante. Aucune entente qui touche indirectement un titre ou un dérivé ne sera dispensée en vertu de cette disposition. Il faut réviser cet alinéa pour qu'il vise tout contrat, arrangement ou entente qui ne touche pas, directement ou indirectement, une « participation dans » un titre de l'émetteur assujéti ou un dérivé.</p>	<p>Nous avons modifié l'alinéa en conséquence.</p>
<p>21. Dispenses - alinéa 2.2(b) - régimes de rémunération (RREO)</p>	<p>Nous estimons qu'offrir une dispense pour les régimes de rémunération qui seront énoncés dans les états financiers annuels de l'émetteur ou d'autres documents à déposer à une date tombant après l'entrée en vigueur des régimes conduirait à des situations dans lesquelles la participation de l'initié déclarée publiquement ne correspond pas à sa position financière réelle à l'égard de l'émetteur pendant une longue période. Les états financiers annuels d'un émetteur ou les documents à déposer qui énoncent les régimes de rémunération peuvent ne pas être disponibles pendant plus de douze mois après l'entrée en vigueur des régimes. [...] Nous estimons que cette situation pourrait entraîner des retards inadmissibles dans la communication et une différence injustifiée entre les normes de déclaration applicables aux initiés salariés et celles applicables aux autres initiés.</p> <p>Toute dispense de déclaration des opérations sur dérivés d'un initié accordée simplement parce que l'émetteur serait tenu par la suite de donner de l'information sur les régimes de rémunération en question est incompatible avec les objectifs du Règlement 55-103. Contrairement au sous-alinéa 2.2(b)(ii), le sous-alinéa 2.2(b)(i) traite des circonstances dans lesquelles l'initié salarié prend une décision discrétionnaire en matière d'investissement. Les risques de préjudice pour les investisseurs et l'intégrité du régime de déclaration d'initié évoqués dans l'instruction générale pourraient tous se réaliser : déclarations trompant le public sur la position des initiés, perturbation de l'efficacité du marché et possibilité accrue que des initiés tirent indûment profit d'information importante et inconnue du public. réglementation.</p> <p>La dispense prévue au sous-alinéa 2.2(b)(i) ne devrait être offerte que si les régimes de rémunération en question ont déjà été communiqués au public.</p>	<p>Nous reconnaissons qu'il est possible que les initiés ne soient pas tous traités de la même façon, selon qu'ils participent à un régime de rémunération ou non. Toutefois, nous n'avons pas modifié le projet de règlement en réponse à ce commentaire pour les raisons suivantes.</p> <p>De manière générale, nous estimons que les régimes de rémunération qui ont un effet analogue, sur le plan financier, à celui de régimes de rémunération à base d'actions classiques doivent être transparents pour le marché. Par exemple, si un régime accorde une discrétion analogue à celle prévue par un régime de rémunération à base d'actions classique, nous estimons que l'exercice de cette discrétion doit être transparent pour le marché. Nous ne jugeons pas qu'une obligation de déclaration doive simplement dépendre de la question de savoir si, par exemple, le régime offre un paiement sous forme de titres ou un paiement en espèces correspondant au changement de valeur d'un titre. Nous estimons que les objectifs de fond d'un régime de déclaration des initiés - dissuader les initiés d'utiliser à leur profit de l'information importante et inconnue du public et les obliger à indiquer ce qu'ils pensent des perspectives de l'émetteur - s'appliquent pareillement aux deux types de régimes.</p> <p>Nous prenons toutefois acte du fait que certains participants au marché ont toujours soutenu que certains régimes de rémunération à base d'actions ne sont pas assujettis aux exigences de déclarations d'initiés parce qu'ils ne touchent censément aucun « titre » (voir le commentaire suivant).</p> <p>Nous ne sommes pas forcément d'accord, mais nous ne sommes pas pour autant insensibles à la crainte que le projet de règlement n'élargisse la portée du régime de déclaration des initiés à des domaines de la rémunération des dirigeants qui sont mieux régis par d'autres régimes de</p> <p>Par conséquent, nous avons tenté, dans le projet de règlement, de réaliser un juste équilibre entre les avantages que représentent pour le marché des déclarations rapides des activités des initiés et le fardeau qu'une nouvelle obligation de dépôt imposerait aux initiés et aux émetteurs. En ce qui concerne les régimes de rémunération visés par la dispense prévue au sous-alinéa 2.2(b)(i) du projet de règlement, étant donné que l'existence et les modalités importantes du contrat seront déclarées, à terme, dans un document à déposer, nous estimons qu'il est inutile d'en exiger la communication immédiate au moyen d'une déclaration d'initié.</p> <p>Nous étudierons ce point plus avant dans le cadre de notre examen permanent des questions relatives aux déclarations d'initiés et pourrions reconsidérer notre réponse.</p>
<p>22. Dispenses - alinéa 2.2(b) - régimes de rémunération</p>	<p>La version actuelle du règlement semble exiger des déclarations pour un très grand nombre de régimes de rémunération qui ne</p>	<p>Dans la plupart des cas, nous ne nous attendons pas à ce que le projet modifie en profondeur la déclaration ou la non-déclaration des régimes de</p>

(Blakes)

sont actuellement visés par aucune exigence de déclarations d'initiés. C'est un changement d'orientation considérable. Il semblerait ainsi que les droits à la plus-value d'actions, les unités liées à des actions incessibles et les droits différés à la valeur d'actions (type d'unités liées à des actions incessibles) soient visés par les exigences de déclarations d'initiés imposées par le projet de règlement. Or on peut dire que les régimes qui offrent la possibilité de faire des paiements en actions ou autres titres, acquis sur le marché ou émis par l'émetteur, sont visés par les exigences de déclarations d'initiés actuelles. À ce que nous sachions, c'est là l'opinion de la plupart des émetteurs. En ce qui concerne les régimes qui ne prévoient que des paiements en espèces par l'émetteur, il est généralement admis qu'ils ne sont pas assujettis aux exigences de déclarations d'initiés actuelles parce qu'ils ne touchent aucun titre.

Nous notons que l'exception prévue à la clause 2.2(b)(i)(A) n'apporte que peu d'avantages parce que les états financiers annuels vérifiés ne contiennent généralement pas de renseignements sur les régimes de rémunération individuels.

Dans le même ordre d'idées, il faut, à l'heure actuelle, donner une description des régimes de rémunération des administrateurs (notamment des régimes comportant des droits différés à la valeur d'actions), mais cette information n'indique pas le nombre de droits différés à la valeur d'actions accordées à chaque administrateur. Il semble donc que chaque administrateur sera tenu de les déclarer lui-même en vertu des exigences de déclarations d'initiés proposées, alors que les mêmes droits accordés à des dirigeants désignés ne seraient pas visés par ces exigences de déclaration.

rémunération.

Nous notons que la préoccupation formulée par cet intervenant résulte peut-être d'une interprétation plus étroite que prévue de la dispense proposée à la division 2.2(b)(i)(A) du projet de règlement. La communication de « renseignements sur les régimes de rémunération individuels » dans un document diffusé dans le public n'est pas une condition préalable de l'octroi de la dispense. Si l'émetteur établit un régime pour ses administrateurs et qu'un initié y participe parce qu'il est administrateur, l'initié n'est pas visé par l'exigence de déclaration, pour autant que le régime et ses modalités générales (par ex. le fait que le régime est offert à tous les administrateurs) soient énoncés dans un document diffusé dans le public.

Nous avons modifié le projet de règlement pour clarifier ce point.

Comme nous l'expliquons dans le projet d'instruction générale, un régime de rémunération ne sera visé par le projet de règlement que si :

- l'initié n'est pas tenu par ailleurs, en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, de déposer de déclaration d'initié à l'égard de ce régime;
- le régime touche directement ou indirectement un titre d'un émetteur assujéti ou un dérivé dont l'élément sous-jacent est ou comprend
- comme composante importante un titre d'un émetteur assujéti;
- le régime n'est pas présenté dans un document diffusé dans le public (tel que les états financiers annuels vérifiés ou un autre document réglementaire à déposer);
- l'initié est en mesure de changer son intérêt financier dans les titres de l'émetteur assujéti ou le risque financier auquel il s'expose à l'égard de ce dernier en prenant des « décisions d'investissement discrétionnaires ».

Nous estimons que ces circonstances justifient la communication de renseignements sur ce régime dans le cadre du régime de déclaration des initiés.

23. Dispenses - alinéa 2.2(b) - régimes de rémunération

(Blakes - suite)

Nous notons que la dispense prévue par le sous-alinéa 2.2(b)(ii), qui nécessite le « respect d'une condition ou d'un critère prédéterminés » s'applique rarement aux octrois de droits à la plus-value d'actions, d'actions incessibles et de droits différés à la valeur d'actions. Par conséquent, cette exception ne s'appliquerait pas à la plupart de ces régimes.

Nous savons que certains régimes de rémunération prévoient un paiement (en espèces ou autrement) seulement lorsque surviennent certains événements précis, comme la retraite ou la fin de l'emploi. Étant donné que la réalisation de ces événements ne découle pas d'une décision de placement du participant, l'objectif des déclarations d'initiés n'a pas d'application.

24. Dispenses - alinéa 2.2(b) - régimes de rémunération

(Blakes - suite)

Étant donné [les commentaires précédents de l'intervenant] et la déclaration faite par les ACVM dans l'instruction générale, selon laquelle « [les régimes de rémunération ne sont] pas l'un des objectifs principaux visés par le règlement », la démarche la plus simple consisterait à dispenser les régimes de rémunération de l'application du règlement au motif que, dans le cas des membres de la direction nommés, ils sont expressément déclarés de toute façon en vertu des exigences de déclaration de la rémunération des dirigeants, et que, dans le cas des administrateurs, ils sont déclarés avec descriptions appropriées.

Nous ne sommes pas d'accord avec la proposition de dispenser automatiquement tous les régimes de rémunération de l'application du projet de règlement.

Le fait qu'un régime de rémunération soit assujéti à des exigences de déclaration distinctes en vertu d'un régime de déclaration de la rémunération des dirigeants ne signifie pas nécessairement que le régime en question ne doit pas être déclaré en vertu d'un régime de déclaration des initiés. Par exemple, en vertu du régime de déclaration des initiés actuel, l'octroi et l'exercice d'options sur actions sont clairement des événements à déclarer, même s'ils peuvent aussi être assujettis à des exigences de déclaration de la rémunération

des dirigeants.

Si un régime de rémunération permet d'exercer une discrétion analogue à celle que prévoit un régime d'option sur actions classique, nous estimons que l'exercice de cette discrétion doit être transparent pour le marché.

Nous ne jugeons pas qu'une obligation de déclaration doive simplement dépendre de la question de savoir si, par exemple, le régime offre un paiement sous forme de titres ou un paiement en espèces correspondant au changement de valeur d'un titre. Nous estimons que les objectifs de fond d'un régime de déclaration des initiés - dissuader les initiés d'utiliser à leur profit de l'information importante et inconnue du public et les obliger à indiquer ce qu'ils pensent des perspectives de l'émetteur - s'appliquent pareillement aux deux types de régimes.

25. Dispenses - alinéa 2.2(b) - régimes de rémunération (Oslers)

L'initié ne peut se prévaloir de la dispense que si l'*émetteur assujéti* a donné suffisamment d'information sur le régime de rémunération. Par conséquent, il ne peut s'en prévaloir quand bon lui semble.

De plus, comme l'existence et les modalités d'un régime de rémunération « établies entre l'initié et l'émetteur assujéti » doivent être énoncées aux fins de la dispense prévue au sous-alinéa 2.2(b)(i), il semblerait que l'information ne puisse pas uniquement porter sur les modalités générales applicables à plusieurs initiés, mais qu'elle doit concerner le régime de rémunération particulier de l'initié. [...] Il faudrait donc reformuler la dispense pour qu'il suffise de donner de l'information générale sur le régime.

Nous reconnaissons que cette dispense n'est disponible que si l'*émetteur assujéti* a donné ou est tenu d'avoir donné suffisamment d'information sur le régime de rémunération. Pour s'en prévaloir, l'initié devra donc déterminer i) si les modalités générales du régime de rémunération ont été énoncées dans un document public ou ii) si, dans le cas d'un nouveau régime de rémunération, l'émetteur assujéti est tenu d'en énoncer les modalités générales dans un document public ou entend le faire. S'agissant d'un nouveau régime de rémunération, nous nous attendons à ce que l'initié obtienne de l'émetteur assujéti confirmation écrite que celui-ci communiquera l'information nécessaire avant de se prévaloir de la dispense.

L'information prévue par cette dispense est de l'information générale sur les modalités importantes du régime de rémunération concernant tous les participants à ce régime. Il ne s'agit pas d'information personnelle sur chaque initié (par ex. le fait qu'un initié peut recevoir un certain nombre de droits en vertu du régime de rémunération). Pour clarifier ce point, nous avons remplacé les mots « établies entre l'initié et l'émetteur assujéti » par « établies par l'émetteur assujéti ».

26. Dispenses - alinéa 2.2(b) - régimes de rémunération (Oslers)

Le sous-alinéa 2.2(b)(ii) exige que les modalités du régime de rémunération soient énoncées dans un document et que le changement du risque financier ou de l'intérêt financier résulte du respect d'une condition ou d'un critère prédéterminé dans ce document.

D'après notre expérience, il arrive souvent que les modalités générales des régimes de rémunération soient énoncées dans des documents, mais que les détails de la rémunération soient déterminés par résolution du conseil d'administration. Rigoureusement parlant, cette façon de faire n'est pas conforme au sous-alinéa 2.2(b)(ii). Nous proposons donc de remplacer les mots « dans un document » par « par écrit ».

Nous avons modifié le règlement pour répondre à cette préoccupation.

27. Dispenses - alinéa 2.2(e) (dettes sans recours limité) (CIBC)

Nous ne comprenons pas pourquoi la dispense ne vise que les dettes sans recours limité. On tente, dans le projet d'instruction générale, de justifier cette restriction en expliquant que la mise en gage de titres en garantie d'un prêt à recours limité permettrait à l'initié de « livrer » les titres au prêteur en remboursement de la dette. La raison semble être qu'en contractant un prêt à recours limité, l'initié transférerait son

Nous ne sommes pas d'accord. Lorsqu'une mise en gage est faite en garantie d'un prêt à recours limité, la limitation du recours aux titres mis en gage représente un transfert du risque financier afférent aux titres, de l'initié au prêteur. Nous estimons que ce transfert de risque doit être transparent pour le marché.

Nous reconnaissons que, dans bien des cas, l'initié peut rembourser la dette et reprendre possession des titres mis en gage (puisque leur valeur peut

	<p>risque financier au prêteur et qu'il faut déclarer ce fait. Cependant, il se peut tout aussi bien que l'initié rembourse la dette et que toute information donnée précédemment sur la garantie aura été trompeuse. En exigeant la communication d'information sur la garantie d'un prêt sans recours, on néglige cette réalité du marché, et nous ne croyons pas qu'un investisseur raisonnable jugerait qu'une mise en gage de cet ordre représente un plus grand changement de l'intérêt financier de l'initié dans un titre qu'une mise en gage en garantie d'une dette sans recours limité.</p> <p>En outre, restreindre la dispense de cette façon a pour effet de modifier la définition d'« opération » de la législation en valeurs mobilières. Cette définition ne vise pas les mises en gage (sauf celles faites par le détenteur de bloc de contrôle) pour garantir une dette contractée de bonne foi. Par conséquent, si la dispense n'est pas offerte pour les mises en gage en garantie de prêts à recours limité, il est permis de penser que, selon les ACVM, un prêt à recours limité contracté par un initié n'est pas considéré comme contracté de bonne foi aux fins des obligations de déclaration d'initié.</p>	<p>avoir augmenté) ou livrer des titres identiques en échange des titres mis en gage. Cette constatation ne change rien au fait que la mise en gage initiale en garantie d'un prêt à recours limité avait transféré le risque de l'initié au prêteur.</p> <p>En l'absence d'information sur la mise en gage initiale, le marché peut croire que l'initié conserve le risque relativement à tous ses titres déclarés publiquement. Si l'initié acquiert alors des titres sur le marché pour s'acquitter de ses obligations en vertu du prêt à recours limité, l'absence d'information à propos de ce prêt peut rendre l'acquisition trompeuse.</p> <p>Nous ne souscrivons pas à l'argument selon lequel le fait de créer une dispense pour les dettes sans recours limité a pour effet de modifier la définition d'« opération ».</p> <p>Nous rejetons l'argument selon lequel « un prêt à recours limité contracté par un initié n'est pas considéré comme contracté de bonne foi aux fins des obligations de déclaration d'initié ». Comme nous l'indiquons dans l'instruction générale, les investisseurs, y compris les initiés, peuvent avoir des motifs valables de réaliser des opérations de monétisation d'actions.</p>
<p>28. Dispenses - dérivés de crédit et contrats analogues (CIBC)</p>	<p>De plus, étant donné la nature d'une relation de crédit suivie, on pourrait imaginer de nombreuses situations dans lesquelles le prêteur a conclu, avec un émetteur assujéti emprunteur, des « ententes » ou des « arrangements » qui pourraient changer le « risque financier » du prêteur à l'égard de l'emprunteur. Par exemple, chaque fois que l'emprunteur fait un paiement à date fixe pour rembourser l'emprunt, le risque financier de l'institution financière à son égard change, et on pourrait dire que cet arrangement ne cadre pas avec la dispense prévue à l'alinéa 2.2(a) du projet de règlement, parce que le paiement peut toucher un titre de l'emprunteur (soit une obligation, une débenture ou un autre titre d'emprunt), directement ou indirectement. Encore une fois, exiger cette information ne favorisera pas la réalisation des objectifs du projet de règlement et il faudrait envisager des dispenses convenables.</p>	<p>Nous estimons que l'exemple cité par l'intervenant, un paiement à date fixe d'un emprunteur à un prêteur qui est initié à son égard, ne déclenchera pas d'obligation de déclaration en vertu du règlement pour plusieurs raisons.</p> <p>Premièrement, l'initié qui fait un paiement à date fixe pour rembourser un emprunt ne conclut pas, ne modifie pas de façon importante et ne résilie pas « un contrat, un arrangement ou une entente » aux termes de l'article 2.1.</p> <p>Deuxièmement, nous estimons que, dans la plupart des cas, le contrat, l'arrangement ou l'entente devra faire l'objet d'une déclaration d'initié aux termes des exigences de déclarations d'initiés ou que l'initié aura le droit de se prévaloir de la dispense prévue à l'alinéa 2.2(a). Nous notons que, selon l'intervenant, la dispense prévue à l'alinéa 2.2(a) du projet de règlement peut ne pas être accessible parce que le contrat de prêt commercial « peut toucher un titre [...] (soit une obligation, une débenture ou un autre titre d'emprunt) ». Si le contrat de prêt commercial touche un titre, nous nous attendons à ce que le prêteur respecte les exigences de déclarations d'initiés en vigueur. Si le contrat ne touche aucun titre, nous estimons que l'initié aurait le droit de se prévaloir de la dispense prévue à l'alinéa 2.2(a).</p> <p>Nous avons toutefois ajouté les dispenses suivantes pour plus de certitude :</p> <ul style="list-style-type: none"> - une dispense pour les contrats conclus par l'initié dans le cours normal de ses activités (nouvel alinéa 2.2(f)); - une dispense pour les dérivés de crédit (nouvel alinéa 2.2 (g)).
<p>29. Dispenses - autres questions (CIBC)</p>	<p>Un émetteur assujéti peut être considéré comme un initié à l'égard de lui-même s'il a acheté, racheté ou acquis d'une autre façon ses propres titres, tant qu'il les détient. Par exemple, si l'émetteur assujéti est en train de racheter ses propres titres ou de réaliser une offre publique de rachat dans le cours normal des activités, il peut être initié à</p>	<p>Si une institution financière est initiée à l'égard d'elle-même et acquiert des titres en réalisant une garantie en raison d'un défaut de l'emprunteur, elle devra sûrement déclarer l'acquisition en vertu des dispositions en vigueur, à moins de bénéficier d'une dispense. Selon nous, le projet de règlement ne change rien à cette exigence.</p>

		<p>l'égard de lui-même pendant un certain temps. On peut concevoir qu'il réalise pendant cette période diverses opérations qui pourraient être considérées comme modifiant son risque financier à l'égard de lui-même ou son intérêt financier dans ses titres. Dans certains cas, l'émetteur assujetti peut détenir ses propres titres comme garantie d'un prêt consenti à l'un de ses employés. [...] Si l'institution financière est en train de réaliser une offre publique de rachat dans le cours normal des activités, détient ses propres titres comme garantie d'un prêt et réalise la garantie en raison d'un défaut de l'emprunteur, doit-elle déposer une déclaration d'initié relativement aux titres qu'elle a réalisés ? Qu'advient-il des titres précédemment détenus en garantie ? Nous estimons que cette information ne présente aucune utilité et que les ACVM devraient envisager de modifier le projet de règlement pour réduire la portée des exigences de déclaration.</p>	
30.	<p>Dispenses - autres questions (CIBC)</p>	<p>Selon la définition de « valeur mobilière » prévue par la législation en valeurs mobilières pertinente, certains contrats d'assurance et certificats de dépôt émis par des banques, des caisses populaires ou des sociétés de prêt et de fiducie sont exclus de l'application de la législation. Cependant, un des effets du projet de règlement sera d'assujettir ces instruments au nouveau régime de déclaration des initiés. Nous réitérons la remarque faite ci-dessus à propos de la rétroactivité du projet de règlement : il faut étudier la question à fond avant d'apporter une modification aussi radicale à l'un des fondements de la législation canadienne en valeurs mobilières.</p>	<p>Nous comprenons que certaines stratégies de couverture comportent des contrats d'assurance. Nous ne jugeons pas que les stratégies de couverture des initiés qui comportent des contrats d'assurance doivent être traitées différemment des stratégies de couverture des initiés qui ne comportent pas de contrats de cette nature.</p>
31.	<p>Dispenses - alinéa 2.2(e) - dette sans recours limité (Romano)</p>	<p>L'« intérêt financier dans un titre » désigne-t-elle aussi un emprunt de bonne foi garanti par la mise en gage de titres ? Importe-t-il que l'emprunt soit juridiquement sans recours, structurellement sans recours (mais juridiquement sans recours limité) ou sans recours limité juridiquement et structurellement ? Dans l'affirmative, l'article 2.2 devrait prévoir une dispense appropriée (voir l'article 8.2 du Règlement 62-103) pour les institutions financières qui consentent des prêts dans le cours normal de leurs activités, puisqu'elles ne pourront probablement pas surveiller ces opérations à l'échelle du pays, voire de la planète, qu'elles soient ou non initiées à l'égard d'un émetteur assujetti. L'alinéa 2.2(e) dispense les mises en gage pour garantir un prêt sans recours limité, mais apparemment pas la réception de titres mis en gage par l'institution financière qui consent le prêt. Voir également l'article 2.8 de l'instruction générale.</p>	<p>La dispense prévue à l'alinéa 2.2(e) du projet de règlement est disponible « pour autant que rien ne limite les recours contre la personne pour remboursement de tout ou partie de l'encours de la dette ».</p> <p>Un prêt garanti par des titres mis en gage peut limiter à ces titres les recours contre l'emprunteur (limitation des recours d'ordre juridique). Un prêt de cette nature peut également être structuré comme un prêt à recours limité s'il est consenti à une entité à responsabilité limitée (comme une société de portefeuille) détenue ou contrôlée par l'initié (limitation des recours d'ordre structurel). L'initié dont les recours sont visés par une limitation d'ordre juridique ou structurel ne pourrait pas se prévaloir de la dispense.</p> <p>Nous avons ajouté une dispense pour les contrats, arrangements ou ententes conclus par l'initié dans le cours normal de ses activités. Voir l'alinéa 2.2(f) du projet de règlement.</p>
32.	<p>Dispenses - autres questions (RREO)</p>	<p>Si l'initié ne sait pas que son risque financier à l'égard de l'émetteur assujetti (ou sa participation dans les titres de celui-ci) a changé dans une situation donnée, il ne devrait pas être tenu de déposer une déclaration en vertu du Règlement 55-103 tant qu'il n'a pas connaissance du changement.</p>	<p>Nous sommes d'accord et avons modifié le projet de règlement. Voir le nouvel alinéa 2.2(h).</p>
33.	<p>Dispenses - fonds d'investissement</p>	<p>Nous sommes d'accord, de manière générale, avec l'« optique de principes » en matière de déclarations d'initiés</p>	<p>Nous sommes d'accord avec les préoccupations exprimées par cet intervenant et avons ajouté une dispense semblable à celle qu'il propose.</p>

(Borden Ladner Gervais)

énoncée dans le projet de règlement, mais nous craignons que les critères prévus à l'article 2.1 n'obligent les initiés à l'égard d'un émetteur assujéti à déclarer les opérations sur parts de fonds d'investissement (y compris les OPC, les fonds d'investissement dont les titres ne sont pas rachetables et les autres fonds en gestion commune).

Nous estimons que les initiés qui font des opérations sur les titres de fonds d'investissement détenant les titres de l'émetteur assujéti à l'égard duquel ils sont initiés ne devraient pas être assujéti aux exigences de déclarations d'initiés. Cette solution nous semble compatible avec l'esprit de l'alinéa 2.2(a) du projet de règlement. Il faudrait donc prévoir une dispense en ce sens.

Il est probable que seul un petit nombre de fonds d'investissement (les fonds cotés) sera visé par la définition de « dérivé » prévue par le projet de règlement et, par conséquent, par la dispense.

Si on ajoutait un seuil d'importance à la dispense pour les fonds d'investissement gérés de façon passive, les définitions d'« OPC indiciel » et de « part indicielle » prévue par le Règlement 81-102, *Les organismes de placement collectif* pourraient être intégrés dans le projet de règlement. La dispense suivante serait appropriée :

« à une opération sur un titre d'un fonds d'investissement; toutefois, si le fonds est un OPC indiciel ou émet des parts indicielles, les titres de l'émetteur assujéti ne constituent pas une composante importante de la valeur financière du fonds d'investissement ».

34. Dispenses - fonds gérés de façon active

(Borden Ladner Gervais)

Comme nous l'indiquons ci-dessus, nous estimons que le projet de règlement ne doit pas obliger les initiés à déclarer les opérations sur les titres de fonds d'investissement gérés de façon active. Dans le même ordre d'idées, les opérations réalisées par un initié sur les titres d'un émetteur qui détient des titres de l'émetteur assujéti à l'égard duquel l'initié est initié ne devraient pas être assujéti aux exigences de déclarations d'initiés, pour autant que l'initié ne soit pas actionnaire contrôlant de l'émetteur et ne contrôle pas, seul ou avec d'autres, le portefeuille de placements.

Si on ajoutait à la dispense le seuil d'importance pour les fonds d'investissement gérés de façon passive, ce qui suit serait approuvé :

« à une opération sur un titre d'un émetteur qui détient directement ou indirectement des titres de l'émetteur assujéti, pour autant que :

- (i) l'initié ne soit pas un actionnaire contrôlant de l'émetteur;
- (ii) l'initié ne contrôle pas, seul ou avec d'autres, les investissements dans les titres de l'émetteur

Nous sommes d'accord avec les préoccupations exprimées par cet intervenant et avons ajouté une dispense semblable à celle qu'il propose.

assujetti;

(iii) si l'émetteur est un OPC indiciel ou émet des parts indicielles, les titres de l'émetteur assujetti ne constituent pas une composante importante de sa valeur financière ».

35. Dispenses - alinéa 2.2(a) -
notion d'importance
relative

(Borden Ladner Gervais)

L'addition d'un seuil d'importance est tout de même source de préoccupation pour les initiés et leurs conseillers, parce que l'information nécessaire pour déterminer si le seuil a été franchi n'est pas souvent disponible en temps opportun. Cela n'est pas forcément vrai pour les opérations sur dérivés, qui devraient généralement être plus transparentes, parce que le titre, la formule ou le repère sous-jacent est fixe, mais si l'on appliquait ce seuil aux fonds d'investissement ou à d'autres titres gérés de façon active, le pourcentage du portefeuille du fonds représentant des titres de l'émetteur assujetti à l'égard duquel l'initié est initié pourrait fluctuer quotidiennement.

Nonobstant l'intérêt des autorités en valeurs mobilières à adopter une optique de principes pour la réglementation, il serait bon de donner des directives concernant le pourcentage de titres d'un portefeuille, repère ou indice qui, selon les autorités, correspond au seuil d'importance. Si l'on utilisait un seuil similaire [à celui du bloc de contrôle] pour déterminer l'importance, on pourrait ajouter l'énoncé suivant à la fin de l'article 2.6 :

« De manière générale, si les titres de l'émetteur assujetti représentent plus de 20 p. 100 de la valeur financière d'un émetteur, ces titres doivent être considérés comme une composante importante de la valeur financière de l'émetteur. S'agissant d'un contrat, d'un arrangement ou d'une entente qui touche un dérivé, si les titres de l'émetteur assujetti représentent plus de 20 p. 100 de la valeur financière de l'élément, du repère ou de la formule sous-jacents, ces titres doivent être considérés comme une composante importante de l'élément sous-jacent. »

Nous n'avons pas retenu cette proposition. Nous estimons que les participants au marché connaissent la notion d'importance relative et sont capables de l'appliquer dans le contexte des notions de fait important et de changement important.