

INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 55-103 SUR LES DÉCLARATIONS D'INITIÉS POUR CERTAINES OPÉRATIONS SUR DÉRIVÉS (MONÉTISATION D' ACTIONS)

Les membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») qui ont pris le Règlement 55-103 sur les déclarations d'initiés pour certaines opérations sur dérivés (monétisation d'actions) (le « règlement ») ont aussi adopté la présente instruction générale afin d'exposer leur avis sur diverses questions touchant au règlement, notamment :

- les objectifs réglementaires visés par le règlement et les raisons de sa nécessité selon les ACVM;
- l'optique générale sous-tendant le règlement en regard de certaines opérations sur dérivés réalisées par les initiés;
- d'autres renseignements que nous jugeons utiles aux initiés et aux autres participants au marché pour comprendre le fonctionnement du règlement.

PARTIE 1 OBJET

1.1. Quel est l'objet du règlement?

Les ACVM ont élaboré le règlement 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 vise à réaliser ces objectifs par les 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.

Ces objectifs sont exposés en détail ci-après.

1.2. Quelles sont les règles visant les déclarations d'initiés actuellement en vigueur?

Conformément à la législation canadienne en valeurs mobilières, l'« initié » à l'égard d'un émetteur assujetti (c'est-à-dire une société ouverte) doit déposer des déclarations indiquant les titres de l'émetteur assujetti dont il est propriétaire et les opérations qu'il a réalisées sur ceux-ci (les exigences de déclarations d'initiés).

Les exigences de déclarations d'initiés remplissent diverses fonctions, notamment celles de prévenir les opérations d'initiés illégales et d'accroître l'efficacité des marchés par la transmission d'information aux investisseurs sur les opérations des initiés sur les titres d'un émetteur et, par déduction, sur l'opinion des initiés concernant les perspectives de l'émetteur.

Les ACVM ont pris le règlement en réponse aux inquiétudes sur la possibilité que certaines opérations sur dérivés, notamment les opérations de monétisation d'actions, échappent dans certains cas aux exigences de déclarations d'initiés en vigueur.

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

On a vu apparaître depuis quelques années divers produits financiers relatifs aux dérivés élaborés qui permettent aux investisseurs, sur le plan financier, de disposer d'un intérêt dans une société ouverte qui leur permet d'éviter certaines conséquences fiscales et non fiscales liées à la cession ordinaire (par exemple, la vente) de leurs titres.

Ces produits, qu'on appelle parfois des produits de « monétisation d'actions », permettent aux investisseurs de recevoir une somme en espèces correspondant au produit de la cession et de transférer tout ou partie du risque financier et du rendement liés aux titres de l'émetteur sans qu'il y ait réellement transfert de propriété véritable ou réelle des titres. (On entend communément par « monétisation » la conversion d'un actif – tel que des titres – en espèces.)

1.4. Quelle problématique soulèvent les opérations de monétisation d'actions?

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 obligations 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 de façon importante.

Nous estimons que bon nombre de ces opérations sont assujetties aux règles en vigueur sur les déclarations d'initiés. Nous reconnaissons néanmoins que, dans certains cas, l'application de ces règles peut être imprécise. Aussi avons-nous élaboré le règlement dans le dessein de lever l'ambiguïté.

Le règlement procède, en matière d'opérations de monétisation, d'une optique de principes et met en rapport l'obligation de déclaration avec les fondements du régime de déclaration des initiés. En conséquence, l'initié qui conclut une opération répondant à un ou plusieurs des fondements du régime

mais qui pourrait prétendre, pour des raisons d'ordre technique, échapper au champ d'application des règles en vigueur sera tenu, en vertu du règlement, de déposer une déclaration d'initié, sauf s'il peut se prévaloir d'une dispense. Ainsi, on pourra, sur le marché, juger par soi-même de l'importance éventuelle de l'opération visée.

1.5. Le règlement peut-il interdire à un initié de conclure des opérations de monétisation?

Non. Le règlement ne prévoit que l'obligation de déclaration, il n'interdit pas aux initiés de conclure des opérations de monétisation. Par contre, un initié peut se voir interdire de conclure de telles opérations pour d'autres motifs. À titre d'exemple, la législation canadienne en valeurs mobilières interdit de manière générale aux initiés (ainsi qu'à d'autres) de réaliser des opérations sur des titres d'un émetteur assujetti s'ils disposent d'information importante inconnue du public (d'information privilégiée au Québec) sur cet émetteur (l'interdiction d'opération d'initié). On doit noter que, dans plusieurs cas, la portée de l'interdiction d'opération d'initié est plus grande que la portée des règles en vigueur sur les déclarations d'initiés.

Il peut être également interdit à un initié d'être partie à une entente de monétisation aux termes d'une convention d'entiercement. Par exemple, la convention d'entiercement type prévue par l'Instruction canadienne 46-201, *Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne*, énonce des restrictions pour les parties à une telle convention qui concluent un contrat, un arrangement ou une entente de monétisation.

1.6. À quelles fins les investisseurs concluent-ils des opérations de monétisation?

Les investisseurs, y compris les initiés, peuvent avoir des motifs valables de réaliser des opérations de monétisation, notamment :

- *Planification fiscale* – La charge fiscale de l'investisseur qui procède à une cession ordinaire de titres dont la plus-value est importante peut s'avérer considérable. Une opération de monétisation lui permettrait de toucher une somme en espèces semblable au produit de la cession et de reporter l'impôt auquel il serait assujetti.
- *Liquidité* – Un investisseur peut avoir besoin d'argent liquide à court terme et désirer emprunter sur ses titres. Il est possible qu'il puisse emprunter davantage sur le cours des titres dans le cadre d'une entente de monétisation qu'en mettant les titres en gage.
- *Propriété* – Un investisseur peut souhaiter monétiser une fraction de sa participation tout en conservant la totalité des droits de vote et des dividendes qui y sont liés.
- *Gestion du risque et diversification du portefeuille* – L'investisseur peut, au moyen d'une opération de monétisation, « verrouiller » la valeur courante de sa participation et éviter le risque qu'elle ne se dévalue éventuellement. Il peut employer les sommes tirées de l'opération à la diversification de son portefeuille et prévenir ainsi le risque de concentration de ses placements.

1.7. L'exigence de déclaration peut-elle nuire à l'atteinte des objectifs motivant les opérations de monétisation?

Non. L'obligation de déclarer l'existence et les modalités importantes d'une opération de monétisation ne va à l'encontre d'aucun de ces objectifs et n'empêche pas l'initié de les atteindre.

1.8. Le règlement ne vise-t-il que les opérations de monétisation?

Non. Le règlement vise tout contrat, arrangement ou entente qui répond aux conditions prévues aux articles 2.1, 2.3 ou 2.4 du règlement.

PARTIE 2 CHAMP D'APPLICATION

2.1. Dans quels cas le règlement s'applique-t-il?

Le règlement prévoit que tout initié à l'égard d'un émetteur assujéti doit déposer une déclaration d'initié lorsqu'il conclut, modifie de façon importante ou résilie un contrat, un arrangement ou une entente d'une quelconque nature qui a pour conséquence de changer au moins l'un des éléments suivants :

- son « intérêt financier dans un titre » de l'émetteur assujéti;
- son « risque financier » par rapport à l'émetteur assujéti;

et qu'aucune disposition de la législation canadienne en valeurs mobilières ne prévoit le dépôt obligatoire d'une telle déclaration, sauf s'il peut se prévaloir d'une dispense.

2.2. Qu'est-ce que le « risque financier »?

Dans le règlement, on entend par « risque financier » à l'égard d'un émetteur assujéti le degré de corrélation entre les intérêts financiers d'une personne et le cours des titres ou les intérêts financiers de l'émetteur assujéti.

La notion de « risque financier » figure aussi à l'article 6.2 de l'Instruction canadienne 46-201, *Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne* (« risque économique ») :

6.2 Restrictions aux opérations sur titres entiercés

Le porteur de titres entiercés ne peut faire d'opérations sur ceux-ci pendant la durée de l'entiercement. La convention d'entiercement type énonce ces restrictions. Sauf autorisation expresse de la convention d'entiercement, les principaux intéressés ne peuvent vendre, céder ni hypothéquer leurs titres entiercés ni les certificats ou autres attestations les représentant, ni *conclure d'opérations sur dérivés* ou autres opérations les visant. Aucune société fermée contrôlée par un ou plusieurs des principaux intéressés de l'émetteur et détenant des titres entiercés de celui-ci *ne peut prendre part à une opération qui entraîne* un changement dans son contrôle ou *un changement du risque économique* auquel s'exposent les principaux intéressés qui détiennent des titres entiercés.

[Nos italiques.]

L'expression « risque financier » à l'égard d'un émetteur assujéti désigne globalement le rapport entre l'intérêt financier d'une personne et celle de l'émetteur assujéti à l'égard duquel la personne est un initié. La portée de l'expression se veut générale; citons quelques exemples pour l'illustrer.

Un initié dont une fraction importante des avoirs personnels est placée dans des titres de l'émetteur assujetti ressentira considérablement les effets d'une variation des avoirs de ce dernier. Inversement, la situation de l'initié qui ne détient aucun titre de l'émetteur assujetti (et qui ne participe pas à un régime de rémunération comportant des titres de l'émetteur assujetti, tel qu'un plan d'options sur actions) dépendra généralement beaucoup moins de la situation de ce dernier. Le risque auquel l'initié s'exposera se limitera globalement à son salaire et aux autres régimes de rémunération qui ne comportent pas de titres de l'émetteur assujetti.

Toutes choses étant égales par ailleurs, l'initié qui modifie sa participation dans l'émetteur assujetti (soit directement par l'achat ou la vente de titres de l'émetteur assujetti, soit indirectement par la réalisation d'une opération sur dérivés portant sur des titres de ce dernier) modifiera habituellement du même coup son risque financier à l'égard de l'émetteur assujetti. De manière analogue, l'initié, en concluant une opération de couverture qui a pour effet de réduire sa vulnérabilité aux fluctuations du cours ou du rendement de l'action de l'émetteur assujetti, modifiera dans la plupart des cas le risque financier auquel il s'expose à l'égard de cet émetteur.

2.3. **Qu'est-ce qu'un « intérêt financier dans un titre »?**

Dans le règlement, on entend par « intérêt financier dans un titre », selon le cas, les éléments suivants :

- 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;
- un risque de perte relativement à un titre.

Cette expression, de portée intentionnellement générale, désigne les caractéristiques financières ordinairement attribuables à la propriété véritable d'un titre, notamment :

- la possibilité de réaliser un gain sur le titre sous forme d'intérêts, de dividendes ou autre distribution du bénéfice;
- la possibilité de réaliser un gain sur la cession du titre sous forme d'un gain en capital, pour autant que le produit de la cession soit supérieur au coût fiscal pour le propriétaire véritable (c'est-à-dire le gain sur la plus-value du titre);
- la possibilité de subir une perte sur la cession du titre sous forme de perte en capital, pour autant que le produit de la cession soit inférieur au coût fiscal pour le propriétaire véritable (c'est-à-dire la perte sur la moins-value du titre).

Par exemple, en concluant une opération sur dérivés comme un swap sur actions, le propriétaire véritable pourrait à la fois éliminer le risque lié à la perte de valeur des titres et en conserver la propriété réelle et véritable. Si le propriétaire véritable est un initié à l'égard de l'émetteur assujetti des titres concernés, il est probable que cette opération réponde aux critères prévus à l'article 2.1 du règlement. (Il se peut, selon les faits propres à cette opération, qu'elle soit également assujettie aux exigences de déclarations d'initiés en vigueur.)

2.4.

Pourquoi est-il nécessaire de distinguer « risque financier » à l'égard d'un émetteur assujéti et « intérêt financier dans un titre » de l'émetteur assujéti? En quoi différent-ils?

Dans nombre de cas, le contrat, l'arrangement ou l'entente qui répond au critère du « risque financier » prévu au sous-paragraphe *ii* du paragraphe *a* de l'article 2.1 répondra aussi à celui de l'« intérêt financier » visé au sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 2.1. Cependant, ces deux critères ne sont pas identiques. Par exemple, certains contrats, arrangements ou ententes répondant au deuxième critère, mais non au premier, correspondront néanmoins aux fondements du régime de déclaration des initiés.

Pour citer un exemple, dans le cas où un initié qui ne détient pas de titres de l'émetteur assujéti se retrouve avec une position vendeur (non couverte) ou conclut un contrat synthétique qui reproduit une position vendeur dans l'espoir que le cours de l'action fléchisse, le critère prévu au sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 2.1 pourrait ne pas s'appliquer, car l'initié ne changerait pas son intérêt financier dans les titres de l'émetteur assujéti. Il en irait de même si le nombre de titres vendus à découvert dépassait le nombre de titres détenus. Un contrat, un arrangement ou une entente de cette nature répondrait selon toute vraisemblance aux fondements du régime de déclaration des initiés et doit être transparent à l'égard du marché.

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 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 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 ».

Troisièmement, le critère du risque financier nécessite la prise en compte de positions financières liées. 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 liées que l'on peut dire que l'initié a modifié sa position financière. Il a neutralisé son risque financier à l'égard de l'émetteur.

Bien qu'on puisse faire valoir que le critère du « risque financier » englobe celui de l'« intérêt financier dans un titre », nous pensons qu'il y a des avantages à dissocier ce dernier du premier. Le critère de l'intérêt financier renvoie aux moyens par lesquels l'initié peut modifier le risque financier auquel il s'expose à l'égard de l'émetteur assujéti. Il nous apparaît que, dans certains cas, étant donné qu'il s'appuie sur les conséquences financières directes d'une opération de monétisation, ce critère se comprend mieux, et s'applique dès lors plus facilement, que le critère du risque financier. Par conséquent, si l'initié conclut une entente qui a pour incidence, par exemple, de le protéger du risque de perte de valeur de certains titres en sa possession et qu'aucune dispense prévue par le règlement ne s'applique, le sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 2.1 l'oblige explicitement à déposer une déclaration. Il devient alors inutile de déterminer si cette entente entraîne un changement du risque financier que court l'initié.

Il convient de conserver le critère de l'intérêt financier pour une autre raison encore : il se rapproche globalement de la position adoptée dans les exigences américaines de déclaration d'initié. Ces exigences prévoient de manière générale que l'initié déclare toute opération donnant lieu à un changement de « propriété véritable » des titres de participation de l'émetteur. Pour les besoins de la déclaration, est réputée « propriétaire véritable » des titres la personne qui détient un « pecuniary interest » (au sens de la législation américaine) dans les titres. Pour une catégorie de titres de participation, l'expression se définit comme la « possibilité, directe ou indirecte, de recevoir un bénéfice ou de participer au bénéfice résultant d'une opération sur les titres visés » [traduction]. Se reporter à la Rule 16a-1(a)(2) de la SEC. L'un des objectifs visés par le règlement consiste à harmoniser davantage les exigences de déclaration prévues par la législation américaine et celles du Canada relativement aux ententes de monétisation. Ainsi, l'« intérêt financier dans un titre » correspond au critère américain du « pecuniary interest ». Le règlement y fait référence pour préciser que les opérations de monétisation que les exigences américaines de déclarations d'initiés obligent à déclarer seront également assujetties de façon générale aux exigences de déclarations d'initiés de la législation canadienne, sous réserve des dispenses prévues.

2.5. Quels cas sont dispensés de l'exigence de déclaration d'initié en vertu du règlement?

Le règlement prévoit une dispense pour les opérations d'initiés qui répondent à l'un des critères énoncés à l'article 2.1 du règlement, notamment dans les cas suivants :

- un contrat, un arrangement ou une entente qui ne touche pas, directement ou indirectement, un titre de l'émetteur assujetti ou un dérivé dont l'élément sous-jacent est ou comprend comme composante importante un titre de l'émetteur assujetti;
- un régime de rémunération, tel qu'un plan d'options d'achat d'actions fictives, un plan de droits différés à la valeur d'actions ou un plan de droits à la plus-value d'actions (« DPV ») qui, autrement, serait assujetti au règlement, mais qui satisfait à *l'une* des conditions suivantes :
 - l'existence et les modalités importantes du régime de rémunération sont énoncées dans un document diffusé dans le public (notamment les états financiers annuels vérifiés de l'émetteur ou tout document annuel déposé en vertu de dispositions de la législation canadienne en valeurs mobilières);
 - les modalités importantes du régime de rémunération sont énoncées dans un document écrit, et le changement du risque financier ou de l'intérêt financier visés à l'article 2.1 résulte du respect d'une condition ou d'un critère prédéterminés dans le document et ne relève pas d'une décision d'investissement discrétionnaire par l'initié;
- une personne dispensée des exigences de déclarations d'initiés en vertu d'une dispense prévue par la législation canadienne en valeurs mobilières (par exemple le Règlement 55-101 sur les dispenses de déclaration d'initié ou le Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations

d'initié), dans la mesure et aux conditions applicables à cette dispense;

- une personne dispensée, dans un territoire, des exigences de déclarations d'initiés de ce territoire, dans la mesure et aux conditions applicables à cette dispense;
- la cession, la mise en gage de titres ou d'autres charges grevant des titres faites par une personne en vue de garantir une dette contractée de bonne foi, pour autant que rien ne limite les recours contre la personne pour remboursement de tout ou partie de l'encours de la dette;
- la réception, par un initié, dans le cours normal de ses activités, de titres d'un émetteur cédés, mis en gage ou grevés en garantie d'une dette en vertu d'une entente écrite;
- un initié, à l'exception de toute personne physique, qui conclut, modifie de façon importante ou résilie un contrat, un arrangement ou une entente qui constitue un dérivé de crédit;
- une personne qui ne connaissait pas le changement du risque financier ou de l'intérêt financier visé à l'article 2.1 et n'aurait pas pu le connaître avec toute la diligence raisonnable;
- l'acquisition ou la cession d'un titre de certains fonds d'investissement.

2.6. Que vise la mention de « composante importante » au paragraphe a de l'article 2.2 du règlement?

Elle vise à assurer, dans le cas où un initié a conclu une entente relativement à des dérivés qui répond à l'un des critères de changement prévus à l'article 2.1 et dont l'élément sous-jacent est constitué d'un panier de titres ou d'un indice comprenant des titres de l'émetteur assujetti, que ce contrat, cet arrangement ou cette entente ne fera l'objet de l'exigence de déclaration que si les titres de l'émetteur assujetti constituent une « composante importante » du dérivé. La détermination de l'importance se fonde sur des facteurs similaires à ceux compris dans les concepts de fait important et de changement important.

2.7. Pourquoi une dispense est-elle prévue à l'égard des régimes de rémunération?

De nombreux régimes de rémunération ont été établis expressément dans le but d'inciter les administrateurs, les membres de la direction et les salariés qui y participent à améliorer leur rendement. Ils visent précisément à mettre en relation les intérêts financiers des participants avec ceux de l'employeur. Bon nombre de ces régimes rempliraient selon toute probabilité le critère de risque financier prévu à l'article 2.1 du règlement.

Nombreux sont les régimes de rémunération, tels que les plans d'options sur actions, les plans d'options d'achat d'actions fictives, les plans de droits différés à la valeur d'actions et les plans de droits à la plus-value d'actions, qui portent, directement ou indirectement, sur des titres ou des dérivés de titres de l'émetteur assujetti. La dispense prévue au paragraphe a de l'article 2.2 ne s'appliquerait vraisemblablement pas à ces régimes.

Nous avons donc ajouté au paragraphe b de l'article 2.2 une dispense générale relativement aux régimes de rémunération, ces derniers n'étant pas

l'un des objectifs principaux visés par le règlement. Nous nous attendons, dans la plupart des cas, à ce qu'il n'y ait pas de changement aux mécanismes de déclaration (ou de non-déclaration) visant ces régimes de rémunération.

Un régime de rémunération n'est visé par le règlement que s'il répond aux conditions suivantes :

- l'initié «[...] n'est pas tenu, en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, de déposer de déclaration d'initié à cet égard » (voir le paragraphe *b* de l'article 2.1);
- 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 (voir le paragraphe *a* de l'article 2.2);
- 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) (voir le sous-paragraphe *i* du paragraphe *b* de l'article 2.2);
- 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 (voir le sous-paragraphe *ii* du paragraphe *b* de l'article 2.2(b)(ii)).

Selon nous, la plupart des régimes de rémunération y échapperont pour plusieurs motifs. Quant à ceux qui y seront assujétis, nous estimons qu'il est impérieux de les communiquer au public.

Conformément au sous-paragraphe *i* du paragraphe *b* de l'article 2.2, sont dispensés les régimes de rémunération qui sont ou doivent être présentés dans un document rendu public, tel que les états financiers annuels vérifiés ou tout autre document réglementaire à déposer. Par exemple, un émetteur établit un plan de droits différés à la valeur d'actions en vue de rapprocher les intérêts de ses administrateurs de ceux de ses actionnaires. À supposer qu'un tel régime ne soit pas visé autrement par les exigences de déclarations d'initiés en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières, l'initié qui y participe serait sans doute tenu de déposer des déclarations d'initié, étant donné que ce régime répondrait probablement au critère du risque financier prévu à l'article 2.1 du règlement. Toutefois, dans le cas où ce régime serait présenté dans un document rendu public, tel que la circulaire de sollicitation de procurations, l'initié qui y participe ne serait pas tenu de déposer de déclaration relativement à sa participation, puisqu'il pourrait se prévaloir de la dispense prévue au sous-paragraphe *i* du paragraphe *b* de l'article 2.2.

Conformément au sous-paragraphe *ii* du paragraphe *b* de l'article 2.2, sont dispensés les régimes de rémunération qui ne sont pas diffusés dans le public et qui ont pour effet de changer le risque financier que l'initié court par rapport à l'émetteur assujéti ou de changer, pour l'initié, son intérêt financier dans des titres de l'émetteur assujéti, lorsque sont réunies toutes les conditions suivantes :

- le régime de rémunération est énoncé par écrit;
- le changement résulte du respect d'une condition ou d'un critère prédéterminés dans le document (tels que la démission de l'initié ou la cessation de ses fonctions à titre d'administrateur);

- le changement n'est pas lié à une « décision d'investissement discrétionnaire » par l'initié.

La partie 5 du Règlement 55-101 sur les dispenses de déclaration d'initié prévoit une dispense analogue de l'exigence de déclaration d'initié pour l'acquisition de titres en vertu d'un « régime d'achat de titres automatique ». De même, l'article 4.2 de l'Instruction générale relative au Règlement 55-101 sur les dispenses de déclarations d'initiés fait référence à la notion de « décision d'investissement discrétionnaire ».

2.8. Pourquoi la dispense relative à la mise en gage de titres comme garantie d'une dette contractée de bonne foi ne porte-t-elle que sur les dettes sans recours limité?

Selon nous, il importe de restreindre la dispense relative aux dettes à celles qui ne sont pas assorties d'un recours limité parce qu'une telle limite permettrait en fait à l'emprunteur de « livrer » les titres au prêteur en remboursement de la dette. Le fait de limiter les recours peut donner lieu au transfert du risque de perte de valeur des titres de l'initié au prêteur. Nous sommes d'avis que, dans un tel cas, l'opération doit être transparente pour le marché.

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.

PARTIE 3 AUTRES INFORMATIONS

3.1. Comment un initié doit-il produire une déclaration d'initié pour un contrat, un arrangement ou une entente visé par le règlement?

Un initié doit déposer le même formulaire de déclaration d'initié que s'il s'agissait d'une opération ordinaire d'achat ou de vente de titres de l'émetteur assujetti concerné.

Les ACVM publieront au plus tard à l'entrée en vigueur du règlement un avis du personnel présentant des exemples de types d'ententes de monétisation et de formulaires de déclaration remplis.

3.2. Pourquoi le règlement prévoit-il la publication de certains contrats, arrangements ou ententes conclus avant la date d'entrée en vigueur du règlement?

Le règlement prévoit que, dans certains cas, les initiés doivent rendre publique l'existence des contrats, arrangements ou ententes déjà en vigueur.

L'initié à l'égard d'un émetteur assujetti qui a, précédemment à la date d'entrée en vigueur du règlement, conclu un contrat, un arrangement ou une entente doit déposer une déclaration en vertu du règlement lorsque l'initié aurait été tenu de déposer une déclaration d'initié en vertu du règlement dans le cas où le contrat, l'arrangement ou l'entente aurait été conclu à la date d'entrée en vigueur du règlement ou par la suite *et* que ce contrat, cet arrangement ou cette entente est toujours en vigueur.

Il est nécessaire, croyons-nous, que le règlement vise aussi les contrats, arrangements et ententes qui sont déjà en vigueur et *qui le demeureront après l'entrée en vigueur du règlement* car, s'ils ne sont pas communiqués au public, le régime de déclaration des initiés continuera de véhiculer de l'information qui est, de façon importante, fausse ou trompeuse sur la situation financière réelle de certains initiés à l'égard d'un émetteur assujéti.

Prenons l'exemple d'un initié qui est, *avant* l'entrée en vigueur du règlement, partie à une entente de monétisation ayant pour effet de le soustraire à la quasi-totalité du risque et au rendement financier liés aux titres de l'émetteur assujéti qu'il possède, et qui dépose, *après* l'entrée en vigueur du règlement, une déclaration d'initié indiquant qu'il dispose toujours d'une participation importante dans l'émetteur. Selon nous, ce contrat, cet arrangement ou cette entente déjà en vigueur fera en sorte que la déclaration d'initié (et toutes celles qui lui succéderont) présentera de l'information qui est fausse ou trompeuse de façon importante. La déclaration d'initié ne donnera pas une image exacte de la situation financière réelle de l'initié à l'égard de l'émetteur assujéti.

Pour ces motifs, il est nécessaire, croyons-nous, que les initiés fassent connaître l'existence d'ententes de monétisation qui ont une incidence continue sur les intérêts dans des titres communiqués au public