

Avis de consultation des ACVM

Projet de Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat

Projet de Règlement modifiant le Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés et

Projet de modification de l'Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat

Le 13 mars 2013

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient les textes suivants pour une période de consultation de 90 jours :

- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (le « Règlement 62-104 »);
- le projet de modification de l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* (l'« Instruction 62-203 »);
- le projet de *Règlement modifiant le Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés* (le « Règlement 62-103 ») (collectivement, les « projets de modification »).

Le texte des projets de modification est publié avec le présent avis et peut être consulté sur le site Web des membres des ACVM suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bsc.bc.ca
www.gov.ns.ca/nssc
www.nbsc-cvmnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Les projets de modification ont pour objectif d'accroître la transparence des participations importantes dans les émetteurs en proposant un seuil de déclaration selon le système d'alerte de 5 %, la déclaration obligatoire des diminutions autant que des augmentations d'au moins 2 % de la propriété des titres et l'enrichissement du contenu de l'information fournie dans les communiqués et les déclarations à déposer en vertu du système d'alerte. Nous proposons en outre des modifications prévoyant la présentation d'information sur certains mécanismes de « propriété occulte » et de « vote vide ».

Les projets de modification comprennent des modifications aux obligations de déclaration selon le système d'alerte qui sont prévues par le Règlement 62-104, lequel s'applique dans toutes les provinces et tous les territoires du Canada, sauf en Ontario. Dans cette province, nous nous attendons à ce que des modifications à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la « Loi de l'Ontario ») et à la *Rule 62-504 Take-Over Bids and Issuer Bids* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « Rule 62-504 de la CVMO ») soient proposées afin que la teneur des projets de modification s'applique intégralement en Ontario.

Nous ne proposons pas de réforme globale du régime de déclaration mensuelle applicable aux investisseurs institutionnels admissibles en vertu du Règlement 62-103. Cependant, les projets de modification s'appliquent dans une certaine mesure à ces investisseurs qui se prévalent du régime de déclaration mensuelle et nous proposons de modifier les critères d'exclusion de ce régime. Nous envisagerons une modification plus étendue de ce régime lors d'une révision ultérieure.

Contexte

Le système d'alerte a été institué au Canada en 1987 à la suite de propositions du Securities Industry Committee on Take-over Bids (le « comité sectoriel »)¹.

Le comité sectoriel estimait qu'un seuil de 20 % était approprié pour réglementer les offres publiques d'achat (OPA) au Canada, mais admettait que l'accumulation d'une participation de 10 % devrait être déclarée, puisqu'elle pouvait signaler l'acquisition éventuelle du contrôle.

En juin 1990, les ACVM ont publié pour consultation un projet visant à réduire à 10 % le seuil relatif aux OPA et à faire passer de 10 % à 5 % le seuil de déclaration selon le système d'alerte.

Bien que les ACVM aient indiqué que la diminution du seuil de déclaration selon le système d'alerte puisse dépendre d'une diminution du seuil relatif aux OPA, nous sommes d'avis que ce dernier n'est pas le seul facteur pertinent dans l'établissement du seuil de déclaration.

Dans l'avis de consultation de 1990, les ACVM affirmaient « [proposer] la réduction de 10 % à 5 % du seuil du système d'alerte afin d'augmenter l'information à la disposition du public et à leur disposition »².

¹ Rapport du Securities Industry Committee on Take-over Bids, intitulé *The Regulation of Take-over Bids in Canada: Premium Private Agreement Transactions* (novembre 1983), page 46 (en anglais seulement).

Les commentaires reçus étaient partagés. De nombreux intervenants approuvaient la diminution du seuil à 5 %, mais s'inquiétaient des problèmes pratiques que pourraient rencontrer les investisseurs passifs pour le respecter. Certains ont suggéré aux ACVM d'adopter pour les investisseurs institutionnels passifs un régime d'information similaire à celui qui existe aux États-Unis.

En septembre 1998, les ACVM ont publié pour consultation le projet de Règlement 62-103 (alors appelé la « Norme 62-103 »), dont l'objet principal est de prévoir des dispenses qui permettent à certains investisseurs institutionnels ayant une « attitude passive » quant aux titres d'un émetteur assujéti dont ils ont la propriété ou le contrôle de se soustraire aux règles du système d'alerte et à l'exigence de déclaration d'initié, et de leur permettre, dans certains circonstances, de morceler ces titres afin de se conformer aux règles et à l'exigence.

L'avis qui accompagnait le projet de Règlement 62-103 énonçait les principes justifiant le système d'alerte de la façon suivante, principes que nous estimons toujours valables de nos jours.

« Les mécanismes d'alerte prévus dans la plupart des législations en valeurs mobilières au Canada exigent une divulgation dès que la détention de titres excède certains seuils prescrits afin que le marché soit informé de l'accumulation de titres qui est de nature à permettre une influence sur le contrôle d'un émetteur assujéti. Il est important de diffuser cette information vu que les titres acquis peuvent être votés ou vendus et que l'accumulation de titres peut indiquer qu'une OPA des titres de l'émetteur est imminente. De plus, les accumulations peuvent constituer de l'information importante pour le marché, même si elles ne sont pas réalisées dans le but de changer ou influencer le contrôle d'un émetteur. Des accumulations importantes de titres peuvent affecter les décisions d'investissement étant donné qu'elles peuvent, dans les faits, réduire le flottant, ce qui limite la liquidité et peut augmenter la volatilité du prix du titre. Les participants au marché peuvent aussi vouloir savoir qui est habilité (sic) à voter des blocs importants et peut affecter le résultat d'opérations visant le contrôle d'un émetteur, la constitution du conseil d'administration de l'émetteur ou l'approbation de propositions ou transactions importantes. La simple présence d'un actionnaire institutionnel peut être un fait important pour un investisseur.³ »

Certains participants au marché ont récemment exprimé des inquiétudes à l'égard du système d'alerte actuel. En particulier, ils estiment que le seuil de déclaration de 10 % est trop élevé et remettent en cause l'information incluse dans les déclarations déposées au Canada, spécialement en ce qui a trait à l'objet de l'opération.

Propriété occulte et vote vide

Dans l'avis de consultation (l'« avis sur les déclarations d'initiés ») publié relativement au projet de *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié* (le

² Avis, *Projet de modification de la réglementation des offres publiques*, 8 juin 1990.

³ Avis de consultation, *Projet de norme canadienne 62-103 – mécanisme d'alerte et autres sujets relatifs aux déclarations d'initiés et aux offres publiques*, 4 septembre 1998. Le Règlement 62-103 est entré en vigueur le 15 mars 2000 partout au Canada.

« Règlement 55-104 »)⁴, nous avons soulevé des questions sur l'utilisation possible de dérivés pour contourner les règles du système d'alerte, l'exigence de déclaration d'initié et d'autres obligations analogues prévues par le droit des valeurs mobilières qui reposent sur les notions de propriété véritable et d'emprise. Les investisseurs avertis peuvent être capables de se servir de dérivés pour accumuler des positions financières substantielles dans des sociétés à capital ouvert sans avoir à fournir d'information au public (pratique dite de la « propriété occulte »). Nous avons aussi abordé dans l'avis sur les déclarations d'initiés la question de l'information à fournir lorsqu'un investisseur se sert de dérivés ou emprunte des titres pour acquérir des droits de vote à l'égard d'un émetteur sans avoir d'intérêt financier équivalent dans celui-ci (stratégie dite du « vote vide »).

Nous avons indiqué dans l'avis sur les déclarations d'initiés que nous étudions les projets de réforme lancés dans d'autres pays sur la question de la propriété occulte et envisageons des projets analogues pour le Canada.

Des émetteurs, des investisseurs, des cabinets d'avocats et des organismes de protection des investisseurs, notamment, se sont déclarés favorables à l'élaboration de projets comparables au Canada. Aucun intervenant ne s'est prononcé contre⁵.

Le Règlement 55-104 est entré en vigueur partout au Canada en avril 2010. Depuis, nous observons l'évolution de ces réformes dans d'autres pays d'importance. Certains d'entre eux ont instauré des règles obligeant les investisseurs à regrouper et à rendre publics les dérivés à des fins de déclaration⁶.

Objet

Seuil de déclaration

Les règles de base du système d'alerte sont prévues à la partie 5 du Règlement 62-104, aux articles 102 et 102.1 de la Loi de l'Ontario et à la partie 7 de la Rule 62-504 de la CVMO. En vertu du système d'alerte, la personne qui acquiert la propriété véritable de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres de toute catégorie d'un émetteur assujéti, ou qui acquiert une emprise sur de tels titres, qui représenteraient au moins 10 % des titres en circulation de cette catégorie, a l'obligation de publier et de déposer rapidement un communiqué et de déposer une déclaration dans les 2 jours ouvrables suivant l'acquisition. La personne qui acquiert des titres supplémentaires représentant au moins 2 % des titres en circulation de l'émetteur est également tenue de publier un communiqué et de déposer une

⁴ Avis de consultation, *Projet de Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, partie 10 Projets à venir – Propriété occulte et vote vide, 18 décembre 2008.

⁵ Avis de publication, *Règlement 55-104 sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié*, Annexe C, *Résumé des commentaires et réponses*, 22 janvier 2010.

⁶ Par exemple, au Royaume-Uni, la Financial Services Authority a introduit de nouvelles règles, entrées en vigueur en juin 2009, qui exigent des investisseurs en général de regrouper leurs participations en actions, en « instruments admissibles » (*qualifying instruments*) et en « instruments financiers ayant un effet financier analogue aux instruments admissibles » (*financial instruments with a similar economic effect to qualifying instruments*), par exemple les « contrats sur différence » (*contracts for difference*), dans la plupart des émetteurs inscrits à la cote au Royaume-Uni pour établir s'ils ont dépassé le seuil de déclaration. Se reporter au document de la Financial Services Authority intitulé *Disclosure of Contracts for Difference – Questions & Answers: Version 3*, publié en novembre 2010 (en anglais seulement), au <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/disclosure.pdf>.

déclaration. Contrairement au régime de déclaration mensuelle des investisseurs institutionnels admissibles, le système d'alerte actuel n'exige pas la déclaration des diminutions de propriété des titres comportant droit de vote ou des titres de capitaux propres, ni d'emprise sur ces titres.

Les règles du système d'alerte prévoient la déclaration des participations de façon à aviser le marché des accumulations de blocs importants de titres pouvant avoir une influence sur le contrôle de l'émetteur assujetti. La diffusion de cette information est importante car les droits de vote rattachés aux titres acquis peuvent être exercés ou parce que l'accumulation des titres peut signaler la possibilité d'une OPA sur l'émetteur assujetti.

À notre avis, le seuil actuel de 10 %, fixé en 1987, ne répond plus à la réalité de l'activisme actionnarial grandissant et à la capacité d'un actionnaire détenant une participation de 5 % de réclamer la tenue d'une assemblée des actionnaires. L'information à fournir selon les règles du système d'alerte n'a pas uniquement pour but de prédire les OPA éventuelles, mais aussi de prévoir les questions faisant intervenir le vote par procuration pour lesquelles un seuil de 5 % peut se révéler critique. Les règles du système d'alerte devraient refléter les réalités de nos marchés actuels lorsque l'accumulation importante de titres compte pour des fins qui dépassent la simple indication d'une éventuelle OPA.

Nous proposons de ramener le seuil de déclaration de 10 % à 5 %. Ce seuil inférieur nous paraît approprié du fait que l'information relative à l'accumulation de blocs importants de titres est pertinente pour plusieurs raisons, outre le signalement d'une éventuelle OPA visant l'émetteur, notamment les suivantes :

- un actionnaire détenant 5 % des titres pourrait avoir une influence sur le contrôle de l'émetteur;
- les participations importantes sont pertinentes en ce qui a trait aux questions faisant intervenir le vote par procuration (par exemple, en vertu des lois sur les sociétés, un actionnaire peut généralement réclamer la tenue d'une assemblée des actionnaires s'il détient 5 % des titres comportant droit de vote de l'émetteur);
- les participants au marché peuvent se préoccuper de l'identité des personnes détenant les droits de vote rattachés aux blocs importants de titres, puisque ces votes peuvent peser sur l'issue d'opérations touchant le contrôle de l'émetteur, la composition de son conseil d'administration et l'approbation de propositions ou d'opérations de grande envergure;
- les accumulations importantes de titres peuvent influencer sur les décisions d'investissement;
- certains investisseurs peuvent trouver important de savoir qu'un actionnaire institutionnel intervient et de connaître son identité;
- l'abaissement du seuil de déclaration permettra à tous les participants au marché d'obtenir davantage d'information sur les actionnaires importants, ce qui améliorera la transparence du marché;
- un seuil de 5 % correspondrait au niveau établi dans plusieurs pays importants;

- l'évolution des pratiques des sociétés en matière de gouvernance oblige les émetteurs à communiquer directement avec les propriétaires véritables plus souvent; un seuil inférieur permettrait aux émetteurs assujettis de mieux connaître leur actionnariat et d'engager le dialogue plus tôt avec les actionnaires importants, et il donnerait l'occasion aux actionnaires de communiquer entre eux plus tôt également.

Nous ne proposons pas de modifier le seuil de déclaration des acquisitions subséquentes, qui demeure à 2 % et un changement dans un fait important contenu dans une déclaration antérieure.

Toutefois, pour réduire l'incertitude sur le marché, nous proposons d'exiger que les diminutions de la propriété d'au moins 2 % soient déclarées. À l'heure actuelle, le système d'alerte n'oblige pas explicitement la personne dont la propriété a diminué à déposer une autre déclaration, mais plutôt à établir s'il s'agit d'un changement dans un fait important et à déposer une nouvelle déclaration en conséquence. Nous estimons que les diminutions dans la propriété des titres d'un émetteur sont aussi pertinentes pour le marché que les augmentations et devraient être déclarées.

Amélioration de l'information

Les règles du système d'alerte ont pour objet d'exiger la déclaration des changements dans la propriété ou le contrôle des titres comportant droit de vote et des titres de capitaux propres d'un émetteur assujetti, pour permettre au marché d'étudier et d'évaluer les répercussions éventuelles du changement. Les investisseurs doivent recevoir suffisamment d'information pour effectivement en faire une évaluation. À notre avis, la communication d'information aux investisseurs sur les changements pouvant avoir une influence ou une incidence sur le contrôle de l'émetteur est essentielle à la transparence du marché et la confiance des investisseurs.

Les personnes assujetties aux règles du système d'alerte indiquent l'objet du changement dans le communiqué et la déclaration obligatoires. Des inquiétudes ont été exprimées sur l'adéquation de l'information fournie dans les déclarations déposées au Canada en vertu de ces règles, particulièrement en ce qui a trait à l'objet de l'opération.

Nous avons découvert que l'information est souvent inadéquate et ne renseigne pas suffisamment les investisseurs. À notre avis, de l'information plus détaillée, par exemple, sur les intentions de l'acquéreur des titres et sur l'objectif poursuivi améliorerait la teneur et la qualité des déclarations.

Nous estimons que l'information à fournir en vertu des règles du système d'alerte devrait être améliorée. Bien que les personnes qui y sont assujetties doivent indiquer l'objet de l'acquisition dans le communiqué et la déclaration, nous avons constaté que l'information fournie prend souvent la forme de phrases passe-partout ne contenant que peu de renseignements utiles pour les marchés. Nous proposons de modifier les obligations d'information et de préciser le type de renseignements que nous nous attendons à trouver sur l'objet de l'opération. Selon nous, pour être en mesure d'évaluer adéquatement les détails de l'acquisition, le marché doit disposer d'information plus précise sur les intentions de l'acquéreur des titres et sur l'objectif poursuivi.

Propriété occulte et vote vide

Dérivés et instruments financiers liés

Comme les investisseurs utilisent de plus en plus les dérivés, nous estimons nécessaire de modifier la portée des règles du système d’alerte afin de garantir une transparence adéquate en matière de propriété des titres.

Un investisseur averti peut être capable de se servir de swaps sur actions ou de dérivés analogues pour accumuler un intérêt financier substantiel dans un émetteur sans avoir à fournir d’information au public, puis convertir éventuellement cet intérêt en titres comportant droit de vote à temps pour voter (pratique dite de la « propriété occulte » – *hidden ownership*).

Il est également possible pour un investisseur de se servir de dérivés ou de mécanismes de prêt de titres pour détenir des droits de vote et peut-être influencer sur le résultat du vote des actionnaires, même s’il n’a pas d’intérêt financier équivalent dans l’émetteur (stratégie dite du « vote vide » – *empty voting*).

En vertu du droit actuel des valeurs mobilières, les mécanismes de ce genre ne sont pas nécessairement déclarés, car l’obligation de le faire repose généralement sur la notion de propriété véritable des titres comportant droit de vote ou des titres de capitaux propres, ou d’emprise sur ces titres. Leur déclaration serait utile pour préserver la transparence et l’intégrité du marché.

Nous proposons donc des modifications qui visent à inclure dans le critère d’application du système d’alerte certains types de dérivés ayant une incidence sur l’intérêt financier total de l’investisseur dans un émetteur. Pour l’application des obligations d’information, les projets de modification exigeraient de l’investisseur qu’il déclare son intérêt financier dans l’émetteur ainsi que ses droits de vote dans le cas d’un mécanisme de prêt de titres. L’investisseur serait aussi tenu de déclarer les instruments financiers liés et autres mécanismes conclus à l’égard des titres de l’émetteur, le cas échéant.

Critère d’application du système d’alerte

Nous proposons de modifier le critère d’application du système d’alerte en vertu du Règlement 62-104 et de l’article 102.1 de la Loi de l’Ontario (par la définition de la nouvelle expression « dérivé équivalent à des actions » et l’introduction d’une présomption) afin que l’investisseur soit tenu d’inclure dans le calcul du seuil de déclaration certaines positions sur dérivés sur actions qui sont « équivalent[e]s, pour l’essentiel », à des participations classiques sur le plan financier⁷.

Notre objectif consiste à faire en sorte qu’aux seules fins du calcul du seuil de déclaration selon le système d’alerte, l’investisseur soit réputé contrôler les titres comportant droit de vote ou les titres de capitaux propres dont un « dérivé équivalent à des actions » est fonction.

Le concept de « dérivé équivalent à des actions » engloberait les dérivés qui « reproduisent sensiblement » les conséquences économiques de la propriété des titres. Nous considérerions généralement qu’un dérivé reproduit sensiblement les conséquences économiques de la

⁷ Pour le moment, nous ne proposons pas de modifier de la même manière le calcul du seuil applicable aux OPA pour y inclure ces positions sur dérivés sur actions. Nous devons approfondir l’analyse des répercussions de toute modification du seuil applicable aux OPA avant d’en faire la proposition.

propriété d'un nombre précis de titres de référence lorsqu'un courtier ou un autre participant au marché ayant pris une position vendeur sur le dérivé peut couvrir l'essentiel de ses obligations découlant du dérivé en détenant au moins 90 % du nombre précis de titres de référence.

Le « dérivé équivalent à des actions » n'engloberait pas les instruments offrant une exposition partielle (par exemple, les options et les tunnels qui ne procurent à l'investisseur qu'une exposition limitée aux titres de référence). Bien que l'utilisation d'instruments offrant une exposition partielle puisse soulever des questions d'ordre réglementaire dans certaines circonstances, nous sommes conscients que l'introduction de l'obligation d'inclure ce genre d'instruments peut rendre le calcul du seuil de déclaration selon le système d'alerte indûment complexe et lourd pour les investisseurs. Pour l'heure, nous ne sommes pas convaincus que l'inclusion de ces instruments dans le calcul apporterait aux participants au marché des avantages supérieurs aux coûts que ce surcroît de complexité leur occasionnerait. Nous rappelons néanmoins aux participants au marché que nous conservons le pouvoir d'intervenir dans l'intérêt public lorsque des activités comportant des instruments offrant une exposition partielle peuvent être considérées comme abusives.

Les instruments que nous entendons viser par la définition de « dérivé équivalent à des actions » comprennent notamment les swaps sur rendement total, les contrats sur différence et les autres dérivés qui procurent à la partie détenant la position acheteur notionnelle un intérêt financier équivalent, pour l'essentiel, à celui qu'elle aurait eu si elle avait détenu les titres directement.

Par exemple, l'investisseur qui détient 4,9 % des actions ordinaires d'une société ouverte et qui conclurait, avec 3 courtiers, 3 swaps sur rendement total réglés en espèces, dont chacun représente l'équivalent financier d'une participation de 3 %, détiendrait une position financière équivalente à une participation de 13,9 %. Étant donné que ces swaps constitueraient des « dérivés équivalents à des actions » en vertu des projets de modification, il serait tenu de déposer une déclaration selon le système d'alerte (puisque'il aurait dépassé le seuil de déclaration de 5 %).

Dans le cas des swaps sur rendement total et des dérivés analogues, la contrepartie (un courtier, habituellement) a souvent une forte incitation financière à détenir les titres de référence pour couvrir ses obligations et peut décider de voter conformément aux souhaits de son client ou à rendre les titres accessibles au client, sur demande.

Les stratégies de propriété occulte peuvent nuire considérablement au système d'alerte car l'investisseur peut avoir un accès de facto aux titres détenus par la contrepartie au dérivé, mais se soustraire à l'obligation d'information reposant normalement sur la propriété ou le contrôle de jure.

Le fait qu'un bloc important de titres soit « indisponible » (c'est-à-dire qu'il est détenu par les contreparties à une position importante non déclarée sur dérivé sur actions) et ne soit donc pas accessible aux participants au marché peut être une information d'une grande pertinence pour ces derniers.

Nous estimons que ces types d'instruments financiers sont souvent utilisés par des investisseurs institutionnels admissibles qui, de ce fait, sont autorisés à se prévaloir du

régime de déclaration mensuelle. Cependant, comme il est signalé ci-dessous, ces investisseurs se verraient exclus du régime s'ils cessaient d'être investisseurs passifs.

Information à fournir dans les déclarations selon le système d'alerte

Nous proposons en outre de modifier les annexes sur l'information à fournir selon le système d'alerte (Annexes E, F et G du Règlement 62-103) afin d'étendre la portée de l'information exigée à l'intérêt de l'acquéreur dans des « dérivés équivalent à des actions ».

Si l'obligation de déclaration selon le système d'alerte s'applique parce qu'une personne a acquis (ou cédé) des titres ou des dérivés équivalents à des actions qui sont fonction de titres d'un émetteur assujéti, cette personne sera tenue de faire état de l'existence et des modalités importantes de tout instrument financier lié dans lequel elle a un intérêt⁸. Nous estimons que cette modification se traduira par de l'information plus précise sur l'intérêt financier et les droits de vote réels de l'acquéreur dans l'émetteur, ce qui devrait régler en bonne partie les questions de transparence que posent ces types de mécanismes.

Mécanismes de prêt de titres

Nous proposons de préciser et de modifier les obligations d'information actuellement en vigueur en vertu du système d'alerte afin d'améliorer la transparence en ce qui concerne les mécanismes de prêt de titres et de veiller à ce que l'information fournie à leur sujet conformément à ces obligations soit appropriée.

Le prêt de titres est la pratique du marché dans laquelle une partie (le prêteur) transfère temporairement des titres à une autre (l'emprunteur) contre rémunération. Aux termes de la convention de prêt, l'emprunteur est tenu de restituer au prêteur des titres identiques aux titres transférés ou prêtés, sur demande ou à l'échéance du prêt. Bien que ces opérations soient communément appelées des « prêts », cette appellation peut être trompeuse en ce sens où, dans les faits, elles entraînent le transfert de la propriété des titres prêtés contre l'engagement garanti de restituer des titres équivalents sur demande ou à l'échéance.

Par conséquent, comme nouveau propriétaire des titres, l'emprunteur peut exercer les droits de vote qui y sont rattachés et reçoit tout dividende ou intérêt versé pendant la durée du prêt. Or, les avantages économiques de la propriété sont habituellement retransférés au prêteur, de sorte que l'emprunteur lui versera des montants équivalents aux dividendes et aux intérêts qu'il aura reçus pendant de la durée du prêt. Le prêteur qui souhaite exercer les droits de vote rattachés aux titres prêtés peut avoir le droit de demander à l'emprunteur de lui restituer des titres équivalents, mais pas d'exercer les droits de vote rattachés à ces titres tant que ceux-ci ne lui ont pas été restitués.

Bien que les mécanismes de prêt de titres procurent des avantages au marché, en ce qu'ils augmentent la liquidité, réduisent les frais de garde et peuvent générer des revenus additionnels pour les investisseurs institutionnels et les autres participants, nous sommes d'avis qu'il convient d'accroître la transparence à l'égard de ces mécanismes afin que le marché puisse juger de l'utilisation qu'en font les parties.

⁸ L'expression « instrument financier lié » a le sens qui lui est attribué dans le Règlement 55-104.

Critère d'application du système d'alerte

Nous considérons que les obligations d'information actuelles s'appliquent déjà aux mécanismes de prêt de titres et qu'il n'est donc pas nécessaire de modifier le critère entraînant ces obligations de façon à englober expressément les titres qui sont « prêtés » ou « empruntés » dans le cadre de telles opérations.

1. Obligation de déclaration des emprunteurs

Nous sommes d'avis que les règles du système d'alerte actuellement en vigueur s'appliquent aux titres qui sont « prêtés » ou « empruntés » à un porteur en vertu d'un mécanisme de prêt de titres lorsqu'il s'agit d'établir si le porteur a dépassé un seuil de déclaration selon le système d'alerte.

Si, par exemple, un porteur qui est propriétaire de 4 % des actions ordinaires en circulation d'un émetteur assujetti « empruntait » des actions ordinaires supplémentaires représentant 10 % des actions ordinaires en circulation, il serait tenu de déposer une déclaration selon le système d'alerte puisqu'il aurait ainsi acquis (pendant la durée du prêt) la propriété véritable de plus de 5 % des actions ordinaires en circulation de l'émetteur, ou une emprise sur de tels titres⁹. Dans cet exemple, le vote du porteur emprunteur peut également être considéré comme un « vote vide », puisque l'emprunter peut avoir la faculté d'exercer les droits de vote rattachés aux actions prêtées mais n'a pas, par l'effet du mécanisme de prêt, d'intérêt financier dans celles-ci.

2. Obligation de déclaration des prêteurs

Comme pour l'application des règles du système d'alerte aux porteurs emprunteurs, nous estimons que les titres « prêtés » par un porteur en vertu d'un mécanisme de prêt de titres doivent entrer dans le calcul indiquant si le prêteur a dépassé le seuil de déclaration selon le système d'alerte.

Ainsi qu'il est précisé ci-dessus, nous proposons en outre d'exiger des personnes assujetties à l'obligation de déclaration selon le système d'alerte qu'elles déclarent non seulement les augmentations, mais aussi les diminutions d'au moins 2 % dans la propriété des titres visés¹⁰. Compte tenu de cette modification, nous estimons que, sauf en cas de dispense, ces obligations s'appliqueraient au prêteur qui cède au moins 2 % des titres visés dans le cadre de mécanismes de prêt de titres. Comme dans l'exemple de la rubrique précédente, le prêteur d'actions ordinaires représentant 10 % des actions ordinaires en circulation serait tenu de déposer une déclaration à l'égard de la cession effectuée dans le cadre du mécanisme de prêt de titres, sauf s'il en était dispensé.

Dispense relative à certains mécanismes de prêt de titres

Nous envisageons de dispenser les prêteurs de l'obligation de déclaration selon le système d'alerte relativement aux titres transférés ou prêtés dans le cadre d'un « mécanisme de prêt de

⁹ À cet égard, il est à noter que, même si la *Loi de l'impôt sur le revenu* du Canada (la « LIR ») prévoit certaines présomptions (voir le paragraphe 2 de l'article 260 de la LIR) selon lesquelles le transfert de « titres admissibles » dans le cadre d'un « mécanisme de prêt de valeurs mobilières » est réputé ne pas constituer une disposition (ou une nouvelle acquisition ultérieure) des « titres prêtés » pour l'application de la LIR, il n'existe pas actuellement de présomption semblable dans la législation en valeurs mobilières.

¹⁰ Nous signalons que les investisseurs institutionnels admissibles qui se prévalent du régime de déclaration mensuelle ont actuellement l'obligation de déclarer les diminutions graduelles de participation.

titres visé ». Ce genre de mécanisme confère le droit de réclamer inconditionnellement la restitution des titres avant la tenue d'une assemblée des porteurs.

Pour le moment, nous ne proposons pas de dispense correspondante pour les personnes qui souhaitent emprunter des titres à des prêteurs, puisque les mécanismes de prêt de titres peuvent, selon nous, donner lieu à des votes vides et que les règles du système d'alerte devraient généralement s'appliquer à ce genre d'opération.

Information à fournir dans la déclaration selon le système d'alerte

Conformément à l'annexe établissant l'information à fournir en vertu du système d'alerte, la personne qui est tenue de déposer une déclaration (ou, sinon, une déclaration mensuelle) n'a généralement pas l'obligation d'indiquer la nature générale ni les conditions importantes des « conventions de prêt »¹¹. Comme la question de la transparence des mécanismes de prêt de titres nous préoccupe, nous proposons de supprimer l'exception à l'obligation d'information relative à ces mécanismes dans les déclarations selon le système d'alerte. Les projets de modification prévoient l'obligation de déclarer les mécanismes en vigueur au moment de l'opération à déclarer, même si l'opération n'en impliquait pas.

Modifications apportées au régime de déclaration mensuelle du Règlement 62-103

Le principe derrière l'assouplissement des délais de déclaration en vertu du régime de déclaration mensuelle du Règlement 62-103 est que seuls les investisseurs institutionnels admissibles ayant une intention passive à l'égard de la propriété ou du contrôle de titres d'un émetteur assujéti peuvent se prévaloir du régime. Actuellement, l'investisseur institutionnel admissible qui se trouve dans l'une des situations suivantes ne peut s'en prévaloir :

- il fait ou a l'intention de faire une OPA sur les titres de l'émetteur assujéti;
- il propose ou compte proposer une restructuration de capital, une fusion, un arrangement ou une opération de regroupement similaire avec un émetteur assujéti qui lui assurerait une participation lui conférant le contrôle de ce dernier.

L'investisseur institutionnel admissible qui sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs d'un émetteur assujéti peut se prévaloir du régime de déclaration mensuelle même s'il a l'intention d'entrer en contact avec les porteurs. À notre avis, le fait que les investisseurs institutionnels admissibles sont autorisés à se prévaloir de ce régime dans de telles circonstances n'est pas compatible avec l'intention du régime.

Pour remédier à la situation, nous proposons d'exclure du régime de déclaration mensuelle l'investisseur institutionnel admissible qui sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs de l'émetteur assujéti sur des questions relatives à l'élection des administrateurs de ce dernier ou à une restructuration de capital, à une fusion, à un arrangement ou à une opération similaire sur les titres de l'émetteur assujéti.

¹¹ Se reporter au paragraphe g de la rubrique 1 de l'Annexe E et de l'Annexe F du Règlement 62-103.

Résumé des projets de modification

Les projets de modification sont résumés ci-dessous.

1. Le seuil de déclaration selon le système d'alerte passe de 10 % à 5 %. Le communiqué doit être publié et déposé rapidement, mais au plus tard à l'ouverture de la bourse le jour ouvrable suivant.
2. L'investisseur doit inclure dans le calcul établissant si le seuil a été atteint les positions sur dérivés sur actions qui sont équivalentes, pour l'essentiel, à des participations classiques sur le plan financier, ainsi que les mécanismes de prêt de titres.
3. De l'information supplémentaire est exigée en cas d'augmentation ou de diminution du pourcentage de participation d'au moins 2 % ou si un changement est survenu dans un fait important exposé dans une déclaration antérieure.
4. La publication et le dépôt d'un communiqué et le dépôt d'une déclaration sont obligatoires dans les cas où le pourcentage de propriété passe sous le seuil des 5 %. Cette modification apporterait de l'information utile au marché et résoudrait des difficultés dans l'établissement des déclarations. Sans la modification, la personne dont la propriété passe, par exemple, de 6 % à 4,5 % ne serait pas tenue de déclarer la diminution. Si, par la suite, elle acquérait la propriété de 1 % des titres, il serait difficile de savoir comment déclarer l'acquisition parce que la déclaration précédente faisait état d'une propriété de 6 % et que la personne en détient 5,5 %. En vertu des projets de modification, nous obligerions la personne à déclarer la diminution de propriété à 4,5 %, puis le dépassement ultérieur du seuil de 5 %.
5. À l'heure actuelle, les règles du système d'alerte sont accélérées dans les cas d'OPA, les acquisitions par une partie autre que l'initiateur devant être déclarées dès l'atteinte d'un seuil de 5 %. Puisque les projets de modification prévoient un seuil de déclaration de 5 % et la communication de l'information au plus tard à l'ouverture de la bourse le jour ouvrable suivant l'opération, les dispositions particulières aux OPA ne sont plus nécessaires selon nous.

Nous proposons, à titre de modification corrélative, de supprimer du Règlement 62-103 la définition de l'expression « dispositions sur l'annonce d'acquisitions ».

6. Nous proposons le remplacement de l'Annexe E du Règlement 62-103 par l'Annexe 62-103A1, qui prévoit de nouvelles obligations d'information. Nous avons ajouté des instructions sur le type d'information qui devrait figurer sous chacune des rubriques. Nous proposons en outre d'exiger que la déclaration soit attestée et signée. Des modifications correspondantes ont été apportées à l'information exigée des investisseurs institutionnels admissibles dans les anciennes Annexes F et G (maintenant les Annexes 62-103A2 et 62-103A3).
7. Nous excluons du régime de déclaration mensuelle toute personne qui sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs de l'émetteur assujetti sur des questions relatives à l'élection des administrateurs de ce dernier ou à une restructuration de capital, à une fusion, à un arrangement ou à une opération similaire sur les titres de l'émetteur assujetti.

Solutions de rechange envisagées

À l'exception du statu quo, aucune solution de rechange aux projets de modification n'a été envisagée.

Coûts et avantages prévus

Les projets de modification, notamment la réduction du seuil de déclaration selon le système d'alerte de 10 % à 5 % et l'élargissement des obligations d'information, se traduiront par une plus grande transparence à l'égard des participations importantes dans les émetteurs. Nous nous attendons à ce que la diffusion de cette information ait pour effet d'accroître l'efficacité du marché. Toutefois, ces modifications feront augmenter les coûts associés à la conformité et d'autres coûts, par exemple en ce qui a trait à la diffusion possible des stratégies d'investissement.

Les projets de modification prévoient entre autres l'obligation de regrouper certaines positions sur dérivés sur actions et certains mécanismes de prêt de titres et de fournir de l'information à leur égard. L'inclusion de ces types d'opérations dans les règles du système d'alerte rehaussera la qualité et l'intégrité du régime. Comme ces modifications accroîtront les coûts associés à la conformité, nous nous sommes efforcés d'en atténuer les répercussions en limitant, pour le moment, les types de dérivés visés par le régime et en prévoyant pour les prêteurs une dispense de l'obligation de fournir de l'information sur certains mécanismes de prêt de titres.

Nous avons évalué si les projets de modification pouvaient faire augmenter le coût des OPA du fait que la capacité de l'initiateur de prendre une petite participation sans avoir à fournir d'information serait désormais inférieure à 5 %. Or, il appert que les initiateurs n'acquièrent généralement pas plus de 5 % des titres avant le lancement d'une offre parce que ces achats peuvent faire fluctuer le cours du marché et que l'identité de l'initiateur serait révélée.

Un seuil de déclaration de 5 % pourrait être avantageux pour les initiateurs éventuels, car il leur serait ainsi possible de connaître, en vue de conclure une convention de dépôt, l'identité des porteurs détenant au moins 5 % des titres visés. De même, le fait de disposer de l'information plus tôt représenterait un avantage pour les porteurs qui, sinon, se trouveraient à vendre leurs titres à un prix inférieur à celui offert par l'acquéreur. La diminution du seuil de déclaration à 5 % aurait aussi pour avantage de donner aux émetteurs plus de temps pour se défendre contre un initiateur éventuel ou un actionnaire activiste.

Consultation

Les intéressés sont invités à formuler des commentaires sur les projets de modification et à répondre aux questions ci-après.

1. Appuyez-vous notre proposition de maintenir à 2 % le seuil entraînant l'obligation de faire une nouvelle déclaration? Devrions-nous plutôt le fixer à 1 %? Veuillez motiver votre réponse.
2. Une personne ne peut acquérir de titres supplémentaires entre la date de l'acquisition et le jour ouvrable suivant le dépôt de la déclaration. Cette interdiction provisoire d'opérations ne s'applique pas aux acquisitions par lesquelles la personne acquiert la propriété véritable d'au moins 20 % des titres comportant droit de vote ou des titres

de capitaux propres, ou une emprise sur de tels titres, du fait que les dispositions relatives aux OPA sont applicables à partir du seuil de 20 %.

Compte tenu de la diminution proposée du seuil de déclaration, l'interdiction provisoire d'opérations s'appliquerait à partir d'un seuil de propriété de 5 %. Nous sommes d'avis que l'objectif de l'interdiction est toujours valable à un pourcentage de 5 % puisque le marché devrait être averti de l'acquisition avant que l'acquéreur ne soit autorisé à acheter un nombre supplémentaire de titres.

- a) Appuyez-vous notre proposition consistant à appliquer les dispositions d'interdiction provisoire d'opérations à compter d'un pourcentage de propriété de 5 %? Estimez-vous plutôt que cette interdiction ne devrait pas s'appliquer lorsque la propriété se situe entre 5 % et 10 %? Veuillez motiver votre réponse.
 - b) Les dispositions d'interdiction provisoire d'opérations s'appliquent aux acquisitions de « dérivés équivalents à des actions ». Soutenez-vous cette position? Veuillez motiver votre réponse.
 - c) Selon vous, une interdiction provisoire constitue-t-elle une mesure efficace? Est-il justifié de fixer à 20 % le seuil à compter duquel cette interdiction ne s'applique pas? Veuillez motiver votre réponse.
3. À l'heure actuelle, reconnaissant que l'accélération des déclarations est nécessaire lorsque des titres sont acquis au cours d'une OPA, nous exigeons le dépôt et la publication d'un communiqué avant l'ouverture de la bourse le jour ouvrable suivant l'opération lorsque le seuil de propriété de 5 % est atteint.

Dans les modifications proposées au seuil de déclaration selon le système d'alerte, nous ne proposons pas d'accélérer davantage la déclaration des opérations effectuées pendant une OPA.

- a) Approuvez-vous cette décision? Veuillez motiver votre réponse.
 - b) Dans la négative, de quelle manière devrait-on procéder pour accélérer la déclaration des opérations effectuées au cours d'une OPA? Devrait-on faire passer le seuil de déclaration des *changements* de 2 % à 1 %? Ou serait-il plus approprié de fixer à 3 % le seuil de déclaration de ces opérations? Veuillez motiver votre réponse.
4. Les projets de modification s'appliqueraient à tous les acquéreurs, notamment aux investisseurs institutionnels admissibles.
- a) Le seuil proposé de déclaration de 5 % selon le système d'alerte devrait-il s'appliquer à l'investisseur institutionnel admissible qui se prévaut du régime de déclaration mensuelle prévu à la partie 4 du Règlement 62-103? Veuillez motiver votre réponse.
 - b) Veuillez décrire tout fardeau important pour les investisseurs institutionnels admissibles, ou tout avantage éventuel pour nos marchés des capitaux, qu'il y aurait à fixer le seuil de déclaration de ces investisseurs à 5 %.

5. Les organismes de placement collectif qui sont émetteurs assujettis ne sont pas des investisseurs institutionnels admissibles au sens du Règlement 62-103 et sont ainsi soumis aux règles générales du système d'alerte du Règlement 62-104. Nos marchés des capitaux en tireraient-ils des avantages importants si nous devons soumettre les organismes de placement collectif aux règles du système d'alerte au seuil proposé de 5 %, ou si le fardeau que représenterait cette obligation l'emporterait sur les avantages éventuels? Veuillez motiver votre réponse.
6. Comme il est expliqué ci-dessus, nous proposons de modifier le calcul du seuil de déclaration selon le système d'alerte pour que l'investisseur soit tenu d'y inclure certaines positions sur dérivés sur actions qui sont équivalentes, pour l'essentiel, à des participations classiques sur le plan financier. Ces dispositions n'engloberaient que les dérivés qui « reproduisent sensiblement » les conséquences économiques de la propriété de titres, et non les instruments offrant une exposition partielle (par exemple, les options et les tunnels qui ne procurent à l'investisseur qu'une exposition limitée aux titres de référence). Souscrivez-vous à cette position? Dans le cas contraire, quel traitement devrions-nous réserver aux instruments offrant une exposition partielle?
7. Nous proposons des modifications à l'Instruction 62-203 concernant la définition de dérivé équivalent à des actions afin d'expliquer les situations dans lesquelles nous considérerions qu'un dérivé reproduit sensiblement les conséquences économiques de la propriété des titres de référence. Souscrivez-vous à l'orientation proposée?
8. Approuvez-vous la décision d'exclure du régime de déclaration mensuelle l'investisseur institutionnel admissible qui sollicite ou compte solliciter des procurations auprès des porteurs de l'émetteur assujetti sur des questions relatives à l'élection des administrateurs de ce dernier ou à une restructuration du capital ou à une opération similaire sur les titres de l'émetteur assujetti? Ces circonstances sont-elles une bonne raison d'exclure un investisseur institutionnel admissible du régime? Veuillez expliquer votre réponse. Si vous êtes en désaccord, veuillez suggérer d'autres circonstances.
9. Nous proposons de dispenser des règles du système d'alerte les acquéreurs qui sont prêteurs en vertu de mécanismes de prêt de titres et remplissent certaines conditions. Appuyez-vous cette proposition? Veuillez motiver votre réponse.
10. La définition proposée de l'expression « mécanisme de prêt de titres visé » vous convient-elle? Dans la négative, quelles modifications proposez-vous?
11. Pour le moment, nous ne proposons pas de dispenser les personnes qui empruntent des titres dans le cadre des mécanismes de prêt de titres, puisque nous estimons que le prêt de titres peut donner lieu à l'exercice de votes vides, situation qui devrait être déclarée en vertu des règles du système d'alerte. Soutenez-vous cette position? Dans la négative, veuillez expliquer pourquoi.
12. Les modifications proposées aux règles du système d'alerte répondent-elles adéquatement aux inquiétudes en matière de transparence des opérations de prêt de titres? Dans la négative, quelles modifications devraient permettre d'y répondre.

13. Appuyez-vous notre proposition d'appliquer les projets de modification à tous les émetteurs assujettis, y compris les émetteurs émergents? Veuillez motiver votre réponse. Estimez-vous que seulement certaines des modifications proposées devraient s'appliquer aux émetteurs émergents? Dans l'affirmative, lesquelles et pour quelles raisons?
14. Certaines parties à des dérivés équivalents à des actions peuvent les avoir acquis à d'autres fins que celle d'acquérir ultérieurement les titres de référence. Par exemple, ces parties peuvent, à des fins fiscales ou autres, souhaiter conserver un intérêt financier équivalent à des titres sans acquérir les titres de référence. L'obligation proposée entraînerait-elle un excès de déclarations sur les swaps sur rendement total et les autres dérivés équivalents à des actions? Ou la probabilité que les parties à ces dérivés soient admissibles au régime de déclaration mensuelle atténuerait-elle la possibilité qu'il y ait excès de déclarations?
15. Dans l'affirmative, serait-il possible de corriger la situation en obligeant les acquéreurs à expliquer dans la déclaration selon le système d'alerte l'objet de l'acquisition et, par conséquent, à préciser qu'ils n'ont pas l'intention d'acquérir les titres de référence à l'échéance du swap?

Transmission des commentaires

Veillez présenter vos commentaires écrits au plus tard le **12 juin 2013**. Si vous les envoyez par courrier électronique, veuillez également nous fournir ou joindre votre mémoire dans un fichier électronique (format Microsoft Word pour Windows).

Veillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Superintendent of Securities, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-8145
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Questions

Pour toute question, prière de s'adresser à l'une des personnes suivantes :

Rosetta Gagliardi
Conseillère en réglementation
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4462
rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Gordon Smith
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6656
gsmith@bcsc.bc.ca

Leslie Rose
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604-899-6654
lrose@bcsc.bc.ca

Tracy Clark
Legal Counsel, Corporate Finance

Alberta Securities Commission
403-355-4424
tracy.clark@asc.ca

Sonne Udemgba
Deputy Director, Legal, Securities Division
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
306-787-5879
sonne.udemgba@gov.sk.ca

Chris Besko
Directeur adjoint et conseiller juridique
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-2561
chris.besko@gov.mb.ca

Naizam Kanji
Deputy Director, Mergers and Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8060
nkanji@osc.gov.on.ca

Jason Koskela
Senior Legal Counsel, Mergers and Acquisitions, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-595-8922
jkoskela@osc.gov.on.ca

Paul Hayward
Senior Legal Counsel, Compliance and Registrant Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-3657
phayward@osc.gov.on.ca