

Les ACVM adoptent des modifications graduelles au système d'alerte – Le seuil de déclaration est maintenu à 10 %

25 FÉVRIER 2016 18 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gouvernance d'entreprise](#)
- [Marchés financiers](#)
- [Produits dérivés](#)
- [Services bancaires et financiers](#)

Auteurs(trice): [Jeremy Fraiberg](#), [Rob Lando](#), Blair Wiley

Simultanément avec l'adoption des modifications au régime d'offres publiques d'achat (voir notre autre bulletin d'[Actualités Osler](#)), les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont adopté des modifications au régime de déclaration selon le système d'alerte [PDF en anglais seulement] (les « modifications ») qui devraient entrer en vigueur le 9 mai 2016. Ces modifications ne sont pas aussi vastes que les propositions initiales des ACVM présentées en [mars 2013](#), puisqu'elles proposaient alors de réduire le seuil de déclaration à 5 % et de forcer l'inclusion des « dérivés équivalents à des actions » pour savoir si le seuil de déclaration était atteint. Bien que les modifications soient plus graduelles que fondamentales, les ACVM ont affirmé leur intention d'améliorer la qualité et l'intégrité du régime de déclaration selon le système d'alerte de la façon suivante :

- en exigeant la déclaration lorsque la propriété d'un porteur diminue de 2 % ou tombe sous le seuil de déclaration de 10 %;
- en excluant du régime de déclaration mensuelle les investisseurs institutionnels admissibles qui sollicitent des procurations dans certains cas;
- en accordant aux prêteurs une dispense de l'inclusion des titres prêtés ou transférés lorsqu'ils doivent vérifier s'ils ont une obligation de déclaration pour un prêt (ou une disposition) lorsqu'ils prêtent des titres aux termes d'un « mécanisme de prêt de titre visé »;
- en dispensant les emprunteurs qui effectuent des ventes à découvert d'inclure les titres empruntés dans le critère d'application du système d'alerte dans certaines circonstances;
- en améliorant les exigences de déclaration dans les déclarations selon le système d'alerte, particulièrement au sujet de l'objectif et de l'intention de l'investisseur et de la déclaration des instruments financiers liés comme les dérivés sur actions, les arrangements de prêt de titres et d'autres ententes, arrangements ou accords pouvant modifier, directement ou indirectement, l'exposition économique de l'investisseur aux titres de l'émetteur visés par la déclaration;
- en exigeant que les déclarations selon le système d'alerte soient attestées et signées;
- en clarifiant le délai de dépôt et de publication des communiqués et des déclarations selon le système d'alerte;
- en simplifiant davantage l'information requise dans les communiqués déposés conformément aux obligations de déclaration selon le système d'alerte.

Contexte

La législation en valeurs mobilières canadienne impose des obligations de déclaration selon le système d'alerte relativement à l'acquisition de titres de sociétés ouvertes. La personne qui acquiert la propriété véritable ou le contrôle d'au moins 10 % des titres comportant droit de vote ou des titres de participation d'une catégorie, ou qui acquiert une emprise sur de tels titres, a l'obligation de produire et de déposer rapidement un communiqué et de déposer une déclaration selon le système d'alerte, dans les deux jours ouvrables suivant l'acquisition, auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières. Cette personne est également tenue de publier un communiqué et de déposer une déclaration lors de l'acquisition de chaque tranche additionnelle de 2 % ou plus des titres en circulation ou s'il y a un changement dans un fait important contenu dans une déclaration antérieure. L'information qui doit être divulguée dans le communiqué et la déclaration doit notamment préciser : i) le nombre et le pourcentage de titres acquis; ii) l'objectif poursuivi par l'acquéreur de titres; et iii) toute autre intention d'acquérir des titres additionnels. Une période d'attente prévoit également l'interdiction d'achats supplémentaires par l'acquéreur jusqu'à la fin du jour ouvrable suivant la date de dépôt de chaque déclaration (l'« interdiction provisoire d'opérations »). Cette interdiction provisoire d'opérations cesse à partir du seuil de 20 %, lequel entraîne l'application des règles relatives aux offres publiques d'achat. Les investisseurs institutionnels admissibles, notamment les institutions financières, les caisses de retraite et certains fonds de couverture, peuvent se prévaloir du régime de déclaration mensuelle à moins qu'ils n'y soient pas admissibles comme cela est décrit plus loin.

Aucune modification du seuil de déclaration de 10 %

Comme elles l'avaient déjà mentionné dans leur [annonce d'octobre 2014](#), les ACVM ont décidé de ne pas réduire le seuil de déclaration selon le système d'alerte de 10 à 5 %, ce qui aurait placé le Canada sur le même pied que les États-Unis et plusieurs autres pays. Les investisseurs activistes et les initiateurs hostiles pourront continuer d'acquérir des positions restreintes jusqu'à concurrence de 9,9 % sans être tenus de procéder à une déclaration à moins que la catégorie de titres soit déjà assujettie à une offre publique d'achat ou à une offre publique de rachat.

Traitement des instruments dérivés

Les ACVM ont déjà reconnu [PDF en anglais] la complexité et la difficulté entourant l'application d'un nouveau critère d'application du système d'alerte à l'égard des « dérivés équivalents à des actions » (des instruments dérivés qui sont essentiellement équivalents sur le plan économique à des avoirs en actions classiques) pour savoir si le seuil de déclaration selon le système d'alerte a été atteint. Les ACVM ont donc décidé de ne pas donner suite à ce volet de leur proposition initiale. La proposition initiale des ACVM visait à obtenir une plus grande transparence relativement aux avoirs cachés potentiels grâce aux instruments dérivés, qui permettent aux investisseurs d'obtenir une exposition économique à une société ouverte tout en évitant d'avoir à présenter des déclarations publiques.

Aux termes du régime de déclaration selon le système d'alerte modifié, les dérivés donnant lieu à un règlement en espèces et les dérivés réglés par livraison physique (à moins que ces dérivés permettent à leur porteur d'acquérir des titres de participation dans les 60 jours) ne sont généralement pas inclus pour l'application du critère de déclaration selon le système d'alerte. Cependant, les ACVM ont ajouté des indications à l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* (l'« IG 62-203 ») au sujet des circonstances dans lesquelles un investisseur pourrait devoir inclure des swaps sur actions ou des dérivés analogues dans le calcul du seuil de déclaration. Cela peut survenir lorsque l'investisseur

peut, par les voies officielles ou non, obtenir les titres de capitaux propres ou décider la façon dont les droits de vote rattachés aux titres détenus par des contreparties à l'opération seront exercés.

Bien que cela ne soit pas pertinent en général pour savoir si le seuil a été atteint, les modifications exigent une nouvelle déclaration selon le système d'alerte sur les instruments financiers liés, qui sont des ententes, arrangements ou accords qui ont une incidence sur l'intérêt ou l'exposition économique à l'émetteur. Cette exigence de déclaration touche les dérivés donnant lieu à un règlement en espèces et les dérivés réglés par livraison physique. La déclaration est également exigée dans le cas des arrangements de prêt de titres et d'autres ententes, arrangements ou accords qui modifient, directement ou indirectement, l'exposition économique de l'investisseur aux titres de l'émetteur visés par la déclaration. Les règles de déclaration d'initié canadiennes exigent déjà la déclaration des instruments financiers liés. Ceux qui déposent des déclarations aux termes du régime de déclaration mensuelle et se prévalent d'une dispense des déclarations d'initié sont tenus de déclarer la participation d'un investisseur institutionnel dans tout instrument financier lié. Par conséquent, les modifications amélioreront la cohérence des déclarations d'initié, des déclarations selon le système d'alerte classiques et des déclarations selon le régime de déclaration mensuel. Notons que les ACVM ont précisé que cette amélioration de la déclaration ne comprenait pas nécessairement l'identité de la contrepartie ni de l'information commercialement sensible. Les investisseurs devront également vérifier si une modification de la propriété d'instruments financiers liés, d'arrangements de prêt de titres ou d'autres ententes, arrangements ou accords qui modifient, directement ou indirectement, l'exposition économique de l'investisseur aux titres de l'émetteur visés par la déclaration constitue un fait important dans une déclaration déjà déposée.

Déclaration et application de l'interdiction provisoire d'opérations en cas de diminution de la propriété

Actuellement, la diminution de la propriété ne peut être déclarée aux termes du système d'alerte que si elle constitue un fait important dans la dernière déclaration déposée, mais les diminutions de 2,5 % sous le seuil fixé doivent être déclarées aux termes du régime de déclaration mensuelle. De même, il n'existe actuellement aucune exigence particulière de déclaration selon le système d'alerte lorsque la propriété d'un porteur tombe sous le seuil de 10 % du système d'alerte (même elle doit être faite aux termes du régime de déclaration mensuelle). Les modifications feront en sorte que la déclaration sera nécessaire aux termes du système d'alerte classique tant pour une diminution de propriété de 2 % que pour une diminution de l'avoir sous le seuil de 10 % du système d'alerte. Elles imposeront également l'interdiction provisoire d'opérations dans ces circonstances.

Exclusion du régime de déclaration mensuelle

Une des principales différences entre le système d'alerte classique et le régime de déclaration mensuelle est que le système classique exige actuellement la publication rapide d'un communiqué et le dépôt d'une déclaration selon le système d'alerte dans les deux jours ouvrables après un événement exigeant une déclaration, tandis que le régime de déclaration mensuelle permet généralement de faire la déclaration de la propriété une fois par mois, dans les dix jours suivant la fin du mois.

Aux termes du système d'alerte actuel, les investisseurs institutionnels admissibles sont exclus du régime de déclaration mensuelle s'ils présentent ou ont l'intention de présenter une offre publique d'achat officiel ou proposent ou ont l'intention de proposer une restructuration, un regroupement, une fusion, un arrangement ou un autre regroupement

d'entreprises semblable touchant un émetteur assujetti si cette opération faisait en sorte que les investisseurs institutionnels admissibles aient le contrôle de l'émetteur.

Certains s'inquiètent du fait que des investisseurs activistes peuvent se servir du régime de déclaration mensuelle pour contourner l'interdiction provisoire d'opérations et reporter la déclaration des accumulations de titres lorsqu'ils prévoient assumer un rôle actif auprès de l'émetteur dans l'espoir d'influer sur sa stratégie, remettant ainsi en cause la raison d'être de leur admissibilité à un régime de déclaration conçu pour des investisseurs passifs.

Selon les modifications, l'investisseur institutionnel admissible sera également exclu du régime de déclaration mensuelle s'il sollicite des procurations auprès des porteurs de titres dans les circonstances suivantes : i) pour appuyer un ou plusieurs candidats aux postes d'administrateurs autres que ceux proposés par la direction; ii) pour appuyer une restructuration, un regroupement, une fusion, un arrangement ou tout autre regroupement d'entreprises semblable qui n'est pas appuyé par la direction; iii) pour s'opposer à une restructuration, un regroupement, une fusion, un arrangement ou tout autre regroupement d'entreprises semblable proposé par la direction. Le verbe « solliciter » a le sens qui lui est attribué dans le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*. Il exclut donc certains actes, comme une annonce publique du sens dans lequel l'investisseur institutionnel admissible entend voter. Nous notons que les modifications proposées au départ auraient exclu un investisseur institutionnel admissible du régime de déclaration mensuelle s'il sollicite des procurations et s'il a l'intention de solliciter des procurations dans certaines circonstances. Le fait que l'intention de solliciter ait été retirée des modifications offre plus de certitude aux investisseurs, mais il laisse la porte ouverte pour que les investisseurs activistes se servent du régime de déclaration mensuelle dans leur stratégie d'accumulation avant de lancer leur campagne de sollicitation.

Prêt de titres

Les arrangements de prêt de titres, qui prévoient le transfert temporaire de titres d'une partie à une autre contre rémunération, sont généralement exclus de l'application de l'exigence de déclaration selon le système d'alerte. Une dispense de déclaration des prêts (ou des dispositions) sera offerte aux prêteurs dans le cadre d'un « mécanisme de prêt de titres visé ». Elle confèrera au prêteur le droit de réclamer inconditionnellement la restitution des titres faisant l'objet d'arrangements de prêt avant la date de clôture des registres aux fins d'une assemblée des porteurs ou d'exiger que l'emprunteur vote suivant les instructions du prêteur. Il peut être nécessaire de modifier les types normalisés d'ententes de prêt de titres, comme la Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA), afin de respecter la définition de « mécanisme de prêt de titres visé ».

Une nouvelle dispense pour les emprunteurs effectuant des ventes à découvert a aussi été ajoutée par rapport à la proposition initiale. La dispense est assujettie à certaines conditions, notamment le fait que l'emprunteur se départisse des titres empruntés en moins de trois jours ouvrables et que l'emprunteur n'ait pas l'intention d'exercer les droits de vote rattachés à ces titres et ne le fasse pas.

Les modifications exigent la déclaration de tout arrangement de prêt de titres en vigueur au moment d'une opération devant être déclarée, même si l'opération entraînant l'application ne comprend pas d'arrangement de prêt de titres.

Amélioration des obligations de déclaration

Une déclaration prescrite doit être faite dans le cadre du dépôt d'une déclaration selon le

système d'alerte, notamment au sujet de l'objectif de l'opération et de toute intention d'acquérir des titres ou une emprise sur des titres.

Les modifications exigeront que les déclarations selon le système d'alerte comportent plus d'information sur l'objet de l'opération et les intentions d'acquérir des titres, ainsi que la description de toute convention relative aux titres et à l'exercice des droits de vote. Ces exigences de déclaration supplémentaires visent plus particulièrement à ce que les investisseurs fournissent une information plus détaillée et personnalisée sur les intentions de la personne qui acquiert les titres et l'objectif de l'acquisition. Les ACVM ont fait remarquer qu'à l'heure actuelle cette information prend souvent la forme de phrases passe-partout qui, selon elles, fournissent peu de renseignements utiles pour les marchés. Ces exigences de déclaration supplémentaires s'appliquent également aux investisseurs qui effectuent une déclaration aux termes du régime de déclaration mensuelle. Ces exigences de déclaration supplémentaires rapprochent le système d'alerte canadien des exigences de déclaration équivalentes aux États-Unis sur formulaire 13D, qui exigent une déclaration plus détaillée que les exigences canadiennes actuelles au sujet des raisons pour lesquelles l'investisseur acquiert les titres ainsi que la déclaration de ses projets et des propositions au sujet de l'émetteur. Aux États-Unis, les investisseurs pouvant effectuer une déclaration simplifiée sur formulaire 13G n'ont qu'à attester que l'investisseur n'a pas acquis les titres dans le but de modifier ou d'influencer le contrôle de l'émetteur.

Les modifications exigent également de nouvelles déclarations relatives aux instruments financiers liés, aux arrangements de prêt de titres et d'autres ententes, arrangements ou accords qui modifient, directement ou indirectement, l'exposition économique de l'investisseur aux titres de l'émetteur visés par la déclaration, comme il est noté plus haut à la rubrique « Traitement des instruments dérivés ».

Période de dépôt

Les modifications précisent que le communiqué selon le système d'alerte doit être déposé rapidement et au plus tard à l'ouverture de la bourse le jour ouvrable suivant l'acquisition et que la déclaration aux termes du régime de déclaration mensuelle doit être déposée rapidement et au plus tard deux jours ouvrables après l'acquisition.

Comparaison avec les obligations de déclaration américaines correspondantes

En plus du seuil de déclaration plus bas de 5 %, il existe un certain nombre de différences notables entre le régime canadien et les obligations de déclaration américaines correspondantes relativement à la propriété véritable. À moins d'être admissibles à la déclaration simplifiée sur formulaire 13G, les actionnaires qui détiennent au moins 5 % des titres doivent déposer un formulaire 13D précisant de nombreux détails sur l'objet de l'acquisition et ses intentions et propositions à l'égard de l'émetteur. Un formulaire 13D doit être déposé auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis dans les dix jours suivant le moment où le seuil de 5 % est franchi. Toutefois, il n'y a aucune restriction qui empêche l'acquéreur de faire d'autres acquisitions entre le moment où l'obligation de déposer le formulaire 13D est déclenchée et celui où le formulaire est effectivement déposé, ce qui peut être fait dans un délai de dix jours. Ainsi, un porteur peut acquérir bien plus que 5 % des titres avant que la déclaration publique soit requise.

De nombreux investisseurs sont admissibles à la déclaration simplifiée sur formulaire 13G (dont le concept correspond au régime de déclaration mensuelle), pourvu que l'acquisition des titres n'ait pas pour objet ou effet de modifier ou d'influencer le contrôle de l'émetteur

concerné ou ne soit pas liée à un participant ou exécutée à titre de participant à toute opération ayant cet objet ou effet. Cette exclusion de la déclaration simplifiée dépend donc du fait que l'investisseur soit actif ou passif et elle est plus vaste que les exclusions correspondantes au titre du régime de déclaration mensuelle aux termes des règles canadiennes, même après l'ajout dans les modifications de la nouvelle exclusion portant sur la sollicitation des procurations. À moins d'être exclus, les porteurs de moins de 20 % d'une catégorie de titres ainsi que certains types d'investisseurs institutionnels sont généralement admissibles à la déclaration simplifiée sur formulaire 13G même s'ils détiennent plus de 20 % des titres.

La différence la plus importante entre les deux régimes de déclaration est probablement le fait qu'aux États-Unis l'omission de déposer le formulaire 13D dans le délai accordé ou d'y présenter suffisamment de détails constitue souvent le fondement d'un recours collectif. Par exemple, un actionnaire détenant plus de 5 % des actions comportant droit de vote en circulation d'un émetteur peut être réputé avoir l'intention de modifier ou d'influencer le contrôle s'il envoie une lettre au conseil d'administration de l'émetteur décrivant les mesures qui devraient selon lui être prises pour améliorer le rendement de l'émetteur. Si l'actionnaire a déjà déclaré sa propriété à l'aide du formulaire 13G, il pourrait bien devoir déposer un formulaire 13D et être assujetti aux conséquences de son exclusion de la déclaration sur formulaire 13G, selon le contenu et le ton de la lettre, ce qui amène des restrictions visant sa capacité d'acheter des actions ou d'exercer des droits de vote rattachés à des actions pendant dix jours.

Efficacité des modifications

Les modifications sont présentées dans le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*, qui s'appliquera maintenant dans tous les territoires de compétence du Canada, le *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés* et l'IG 62-203 et devraient entrer en vigueur le 9 mai 2016.