



Montréal, le 12 juillet 2013

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

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> 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

**Objet : 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**

---

Madame,  
Monsieur,

C'est avec grand intérêt que la Caisse de dépôt et placement du Québec (ci-après la « **Caisse** ») a pris connaissance de l'avis de consultation des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ci-après les « **ACVM** ») intitulé : *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* (ci-après « **les Projets de modification** »).

La Caisse remercie les ACVM de lui donner l'opportunité de commenter les Projets de modification.

### **À propos de la Caisse**

Conformément à sa loi constitutive, la Caisse gère des fonds provenant de ses déposants, principalement des régimes de retraite et d'assurance publics et privés. Elle est l'un des plus importants gestionnaires de fonds institutionnels au Canada et elle est active tant sur les marchés financiers au Canada qu'à l'international. Au 31 décembre 2012, l'actif net de ses déposants sous gestion s'élevait à 176,2 G\$.

Au 31 mai 2013, la Caisse était actionnaire de plus de 240 sociétés émettrices assujetties au Canada.

La Caisse dépose régulièrement des communiqués de presse et des déclarations en vertu des règles du système d'alerte (ci-après le « **Système d'alerte** ») prévues par le *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat*.

La Caisse ne se prévaut pas du régime de déclaration mensuelle applicable aux investisseurs institutionnels admissibles prévu par le *Règlement 62-103 sur le système d'alerte et questions connexes touchant les offres publiques et les déclarations d'initiés*.

### **Mise en contexte et sommaire des commentaires de la Caisse**

Les Projets de modification, dans leur forme actuelle, viendront substantiellement modifier les pratiques de la Caisse en matière de déclaration vu ses détentions importantes de titres d'émetteurs au Canada. Les Projets de modification augmenteront de façon significative le nombre d'émetteurs à l'égard desquels elle devra divulguer sa détention.

À titre d'exemple, en date du 30 juin 2013, la Caisse détenait au moins 10 % d'une catégorie de titres de 15 émetteurs assujettis canadiens et devait donc à ce titre faire les divulgations requises en vertu du Système d'alerte. Si les Projets de modification avaient été en vigueur

au 30 juin 2013, la Caisse aurait dû divulguer sa détention de titres de 55 émetteurs, soit 40 émetteurs de plus qu'en vertu des règles actuelles du Système d'alerte.

Au surplus, nous estimons que la Caisse devrait publier annuellement environ 50 communiqués de presse en vertu des Projets de modification alors qu'elle en publie actuellement environ 10 par année.

En premier lieu, nous estimons que les Projets de modification devraient assujettir un investisseur passif à des obligations de divulgation réduites et assouplir le formalisme entourant ces obligations, comme le fait le régime similaire américain<sup>1</sup>.

Un assouplissement du formalisme entourant les obligations de divulgation permettrait de réduire la complexité des obligations de divulgation et l'abondance d'information transmise au marché. Cette abondance d'information qui serait occasionnée par la publication et le dépôt de communiqués de presse ou de déclarations mensuelles par des investisseurs qui sont majoritairement des investisseurs passifs, qui n'ont donc à ce titre aucune intention de prendre le contrôle ou d'exercer une influence sur l'émetteur ou sur ses actionnaires.

Les Projets de modification doivent considérer que les investisseurs sont majoritairement passifs, comme le fait le régime américain.

Bien que nous reconnaissons les efforts d'harmonisation du seuil de déclaration du Système d'alerte avec d'autres systèmes juridiques ayant des similarités avec le marché canadien (Australie, États-Unis), nous constatons que ces efforts visent principalement à répondre à certains éléments liés à la gouvernance.

À cet égard, il nous apparaît essentiel que ces efforts soient réconciliés avec les aspects financiers et opérationnels du marché canadien, afin d'assurer l'efficacité de celui-ci.

Pour ce faire, les Projets de modification devraient tenir compte de certains éléments particuliers du marché canadien comme le grand nombre d'émetteurs à petite capitalisation et la liquidité restreinte du marché canadien.

En ce qui a trait au traitement des instruments dérivés dans le calcul de la détention, bien que nous reconnaissons les efforts d'harmonisation avec l'Europe, nous croyons que la méthode retenue pour tenir compte de ces dérivés est complexe et mériterait qu'on la clarifie.

Également, compte tenu de l'importance dans le marché canadien des dérivés sur indice, principalement le S&P/TSX 60, nous estimons que les Projets de modification devraient

---

<sup>1</sup> Nous vous référons à l'article 13 de la *Securities Exchange Act of 1934* : <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

préciser quelle méthodologie doit être utilisée pour inclure, dans le calcul d'une détention, le rendement reçu sur un titre par l'entremise d'un tel dérivé sur indice.

Enfin, nous croyons que le traitement accordé aux prêts et emprunts de titres ne tient pas compte de la réalité de ce marché en faisant abstraction de l'incidence des ventes à découvert. Or, celles-ci constituent un élément clé de ce marché et leur considération est essentielle dans le calcul de toute position à défaut de quoi ce calcul ne sera pas conforme à la réalité.

### Commentaires de la Caisse

Les Projets de modification visent essentiellement quatre aspects sur lesquels nous soumettons nos commentaires:

1. **Ramener le seuil de déclaration selon le Système d'alerte de 10 % à 5 %**
2. **Tenir compte aux fins des calculs du seuil de déclaration de certains dérivés équivalents à des actions**
3. **Tenir compte des prêts et emprunts de titres**
4. **Fournir plus d'information dans les déclarations selon le Système d'alerte**

---

#### 1. Ramener le seuil de déclaration selon le Système d'alerte de 10 % à 5 %

Nous sommes en faveur du seuil proposé de 5 % qui paraît en ligne avec les seuils prescrits dans des systèmes juridiques équivalents, notamment les États-Unis et l'Australie.

Cependant, nous sommes d'avis que certains éléments distinctifs du marché canadien doivent être considérés dans les efforts d'harmonisation des ACVM. Par ailleurs, le formalisme entourant le Système d'alerte est unique au Canada et doit être assoupli.

#### *Préoccupation quant aux effets sur la liquidité du marché*

Nous sommes préoccupés par l'effet, sur la liquidité du marché canadien, de l'obligation de divulguer une position lors de l'atteinte d'un seuil de 5 % et lors de toute variation subséquente de 2 %.

Plusieurs investisseurs institutionnels, dont la Caisse, ont des ressources importantes à déployer sur le marché canadien et ils atteindront rapidement les seuils de divulgation, signifiant ainsi que leur position dans un émetteur sera rapidement connue du public.

Certains intervenants du marché scrutent toute divulgation effectuée par un investisseur important comme la Caisse. À la suite des divulgations de ces investisseurs, incluant celles de la Caisse, l'on constate souvent une variation importante du cours du titre d'un émetteur, variation qui est parfois défavorable à l'investisseur.

Une divulgation à 5 % et des variations de 2 % jumelée à une interdiction de réaliser des transactions sur le titre de l'émetteur viendra entraver l'agilité des investisseurs institutionnels sur les marchés, puisqu'elle nuira à leur capacité d'accumuler ou de réduire rapidement leurs positions acquises dans le cours normal de leurs activités d'investissement.

La publication d'un communiqué de presse, qui laisse croire qu'un fait important touche l'émetteur, déséquilibre artificiellement l'offre et la demande des titres de cet émetteur en faisant souvent monter le cours du titre, indépendamment des opérations et rendements financiers de l'émetteur en question. Cette entrave à l'agilité des investisseurs importants, souvent des partenaires pour les émetteurs, se fera au détriment de ces derniers.

Le tableau suivant donne une idée indicative de la liquidité du marché canadien en estimant le délai requis actuellement pour que la Caisse acquière sur le marché canadien des titres lui permettant de détenir une position de 5 % dans un émetteur. Nous avons également estimé le délai requis pour que sa détention passe de 5 % à 7 %<sup>2</sup>:

<b>Capitalisation</b>	<b>Estimation du délai requis pour bâtir une détention de de 0 % à 5 %</b>	<b>Estimation du délai requis pour varier de 5 % à 7 %</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Émetteur à forte capitalisation</li> <li>• Environ 250 000 000 d'actions en circulation</li> <li>• Volume moyen quotidien de plus 1 000 000 actions</li> </ul>	25-30 jours	7-10 jours
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Émetteur à moyenne capitalisation</li> <li>• Environ 73 200 000 actions en circulation</li> <li>• Volume quotidien moyen d'environ 365 000 actions</li> </ul>	40 jours	7-10 jours
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Émetteur à faible capitalisation</li> <li>• Environ 25 000 000 actions en circulation</li> </ul>	90 jours	15-20 jours

<sup>2</sup> Les calculs supposent une activité de la Caisse sur environ 25 % - 30 % du volume et la réalisation d'opérations de bloc sur cet émetteur.

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Volume quotidien moyen d'environ 50 000 actions</li> </ul>		
---	--	--

Le délai requis pour bâtir une détention sera sans doute augmenté en raison des fréquentes divulgations qu'un investisseur devra faire au marché. Ce qui pourrait même décourager certains investisseurs qui décideront de ne pas investir au-delà de certains seuils, réduisant davantage une liquidité déjà restreinte pour certains émetteurs.

Enfin, nous sommes d'avis qu'une étude devrait être complétée par les ACVM pour étayer les Projets de modification et démontrer que ceux-ci n'auront pas pour effet de porter atteinte à la liquidité du marché canadien.

### ***Aménagement souhaitable pour les émetteurs à petite capitalisation***

Pour les raisons évoquées ci-dessus, nous jugeons qu'un aménagement doit être à tout le moins considéré pour les émetteurs à petite capitalisation.<sup>3</sup>

En premier lieu, il convient de noter que le marché canadien est i) caractérisé par des émetteurs à petite capitalisation et ii) bénéficie d'une forte renommée internationale pour ce marché des petites capitalisations. Un seuil de 5 % est très vite atteint chez ces émetteurs et dans la mesure où l'apport en capital leur est crucial, il importe de s'assurer que des aménagements convenables soient effectués pour maintenir l'accès de ces émetteurs au marché des capitaux.

### ***Assouplissement du formalisme entourant le Système d'alerte***

Par ailleurs, nous croyons que le formalisme entourant le Système d'alerte et l'imposition d'une interdiction provisoire d'opérations sont trop lourds et désuets.

#### *Le communiqué*

Les exigences du Système d'alerte de publier et de déposer rapidement un communiqué de presse (ci-après le « **Communiqué** ») et de déposer sur SEDAR une déclaration supplémentaire (ci-après la « **Déclaration** »), reprenant substantiellement les mêmes termes que le Communiqué, nous apparaissent redondantes. Il conviendrait, selon nous, de réduire le formalisme entourant le Système d'alerte. Nous ne voyons pas la pertinence de la double déclaration (Communiqué et Déclaration).

L'abaissement du seuil de déclaration à 5 % et les divulgations associées aux mouvements de plus ou moins 2 % feront en sorte que des investisseurs comme la Caisse verront se multiplier leurs Communiqués et Déclarations. Tel que mentionné précédemment, c'est

<sup>3</sup> Nous entendons par « émetteurs à petite capitalisation » les émetteurs dont les titres sont inscrits sur la Bourse de croissance.

annuellement 5 fois plus de communiqués de presse (50 au lieu de 10) que la Caisse devrait publier en vertu des Projets de modification.

Par ailleurs, la multiplication des communiqués va inonder le marché d'informations non pertinentes.

À cet égard, nous sommes préoccupés par l'impact d'un communiqué de presse publié par un investisseur ayant atteint un seuil de 5 % dans une catégorie de titres d'un émetteur, à des seules fins d'investissement. Cette « nouvelle » ne représente en rien un changement important pour l'émetteur, s'agissant simplement de l'investissement d'un actionnaire passif.

À titre d'exemple, il est évident que la Caisse ne souhaite pas prendre le contrôle ou jouer un rôle activiste dans les 55 émetteurs pour lesquels elle devrait, en vertu des Projets de modification, divulguer sa détention (de surcroît certains de ces émetteurs sont assujettis à des restrictions réglementaires quant à leur propriété qui empêche un actionnaire de détenir 10 % et plus de leurs titres).

#### *L'interdiction d'opération*

Nous sommes d'avis que les Projets de modification devraient éliminer l'interdiction d'opération entre la date de l'évènement déclenchant le Système d'alerte et le jour ouvrable suivant le dépôt de la Déclaration. Avec l'abaissement du seuil à 5 %, cette interdiction diminuera elle aussi la liquidité des titres des émetteurs concernés, liquidité qui, nous le réitérons, est souvent déjà restreinte pour certains de ces émetteurs.

Cette interdiction est une mesure unique du Système d'alerte que l'on ne retrouve pas dans les systèmes juridiques auxquels l'on se compare et elle ajoute un élément défavorable à tout investisseur qui souhaite accumuler une détention dans un émetteur canadien.

Enfin, nous comprenons que l'interdiction d'opération se veut un « délai d'absorption » de l'information par le marché, mais nous croyons qu'il ne se justifie plus à l'heure actuelle en raison de la rapidité avec laquelle circule l'information.

Aux États-Unis, comme dans bien des systèmes juridiques comparables, une déclaration est transmise à l'émetteur et aux autorités réglementaires qui la rendent publique. Aucun communiqué de presse n'est requis et aucune interdiction d'opération, fût-elle provisoire, ne s'applique.

#### *La dualité des méthodologies de calcul en vertu du Système d'alerte et du régime de déclarations d'initiés*

En dernier lieu, nous appuyons fortement le maintien du seuil de déclaration à 10 % en vertu du régime de déclarations d'initiés, mais il nous apparaît souhaitable que les ACVM

harmonisent la double méthodologie sous-jacente à ce calcul prévue dans le Système d'alerte et le régime de déclaration d'initiés<sup>4</sup>. Nous avons de la difficulté à comprendre la dualité de ces deux méthodes de calcul qui crée un niveau de complexité pour les investisseurs et nous sommes d'avis que les ACVM devraient profiter des modifications au Système d'alerte pour le clarifier.

## **2. Tenir compte aux fins du calcul des seuils de déclaration de certains dérivés équivalents à des actions**

La notion de propriété véritable, soit l'exercice d'une propriété ou d'un contrôle sur des titres, a toujours été l'élément qu'il fallait considérer aux fins de déterminer l'atteinte d'un seuil de déclaration selon le Système d'alerte.

Les Projets de modification prévoient d'assimiler certains « dérivés équivalents à des actions » à leurs titres de référence et ainsi, à inclure ces dérivés dans le calcul du seuil de déclaration.

L'assimilation des dérivés à leurs titres de référence se justifie selon les ACVM i) puisqu'elle reflète la part grandissante de ces instruments et ii) en raison des risques d'abus qu'ils permettent, comme la pratique dite de la propriété occulte.

Quant au deuxième élément, la propriété occulte, nous tenons à souligner que notre observation du marché nous laisse croire que cette pratique reste marginale, les dérivés étant généralement employés dans des stratégies de gestion des risques.

Toutefois, dans la mesure où l'objectif des ACVM est de garantir une transparence adéquate en matière de propriété des titres, nous croyons qu'il est justifié d'inclure ces dérivés dans le calcul du seuil de déclaration, si les inclure permet effectivement d'informer le marché quant à l'intérêt financier total que peut avoir un investisseur dans un émetteur.

Nous sommes d'avis que pour arriver aux objectifs poursuivis par une telle assimilation, il convient de clarifier les trois points suivants dans les Projets de modification : le critère d'assimilation des dérivés, la compensation et la double comptabilisation.

### ***Critère d'assimilation des dérivés***

#### ***Calcul en « delta »***

Les Projets de modification précisent que les dérivés dont il faut tenir compte aux fins du calcul sont ceux « reproduisant sensiblement les conséquences économiques de la propriété des titres ». Selon les Projets de modification, est un dérivé « reproduisant sensiblement les conséquences économiques de la propriété des titres » le dérivé qui permet à un participant au marché ayant pris une position vendeur sur le dérivé de couvrir

---

<sup>4</sup> Rappelons qu'en vertu du Système d'alerte, l'atteinte d'un seuil d'au moins 10 % d'une catégorie de titres déclenche l'obligation de divulguer alors qu'en vertu du régime de déclaration d'initiés c'est l'atteinte d'un seuil de plus de 10 % des titres avec droit de vote de l'émetteur.



l'essentiel de ses obligations découlant du dérivé en détenant au moins 90 % du nombre précis de titres de référence.

Nous comprenons de cette référence que les ACVM ont opté pour un calcul en delta, le delta retenu étant un delta minimum de 90 %.

En vertu de cette méthode, le nombre de titres à prendre en compte est calculé en multipliant le nombre maximal de titres sur lequel porte le dérivé par le delta dudit dérivé.

L'application de ce ratio de 90 % comme critère d'assimilation soulève quelques difficultés puisque ce ratio est amené à varier en fonction de la valeur des titres de référence. D'une part, il faudra donc calculer quotidiennement le pourcentage de détention en fonction de la variation de ce ratio, ce qui rend très complexe ce calcul. D'autre part, un investisseur pourrait ainsi atteindre un seuil de déclaration de manière passive et répétée, en fonction de l'évolution de la valeur des titres de référence et du delta. Une telle situation sera susceptible de se produire à un seuil de déclaration de 5 %.

Pour ces raisons, les Projets de modification doivent préciser le critère d'assimilation des dérivés et s'assurer qu'une variation de la valeur des titres de référence ne se traduit pas par des obligations de divulgation alors que l'investisseur n'a effectué aucune opération sur titres, comme le prévoient actuellement les règles du Système d'alerte pour la détention d'actions (les opérations sur titres de l'émetteur). L'on pourrait ainsi exonérer les investisseurs de déclarations lorsque ceux-ci franchiront un seuil de déclaration du seul fait d'une variation du delta dans une fourchette de +/- 10 %.

#### *Calcul des titres composant un indice*

Par ailleurs, la méthode pour tenir compte des titres composant un indice ou autres paniers de titres n'est pas claire et mériterait qu'on la précise. Doit-on s'en remettre au poids relatif du titre composant l'indice ou le panier donné? Les dérivés sur indice, particulièrement l'indice S&PTSX 60, occupent une part prédominante du marché canadien des dérivés : une précision des ACVM à ce niveau s'impose.

L'on pourrait s'inspirer du régime du Royaume-Uni, lequel prévoit que les instruments financiers référencés à un panier ou à un indice d'actions ne sont pris en compte que si les actions de l'émetteur représentent plus de 1 % de la catégorie d'actions ou plus de 20 % de la valeur des titres dans le panier ou l'indice ou les deux.

#### ***Incidences des ventes à découvert***

Enfin, les Projets de modification semblent faire abstraction du contexte dans lequel se font les transactions sur dérivés. Souvent, ces transactions se font dans le cadre de stratégies de gestion des risques, dans lesquelles une vente à découvert pourrait avoir pour effet d'« annuler » l'exposition économique d'un investisseur dans un émetteur.

Ainsi, à l'issue de ces stratégies, l'exposition économique de l'investisseur est nulle. Puisque l'assimilation des dérivés à leurs titres sous-jacents a pour objectif d'informer le marché quant à l'intérêt financier total de l'investisseur dans un émetteur, nous croyons

que l'on ne peut faire abstraction de la stratégie de l'investisseur si à l'issue de celle-ci, il n'a plus d'exposition économique dans l'émetteur.

Nous croyons opportun à ce stade d'illustrer notre commentaire par un exemple :

- Investisseur A vend à découvert 100 actions de xyz inc.
- Investisseur A conclut un swap en vertu duquel il reçoit le rendement sur 100 actions de xyz inc.
  - ⇒ Investisseur A a une exposition économique nulle sur ces 100 actions de xyz inc.

Dans la mesure où l'on veut tenir compte de l'intérêt financier total que peut avoir un investisseur dans un émetteur, comme en témoigne le calcul en delta pour lequel ont opté les ACVM, prétendre que l'investisseur A a un intérêt économique sur les 100 actions de xyz inc. à travers le swap qu'il a conclu n'est pas conforme à la réalité.

Conclure autrement, viendrait en contradiction avec l'objectif de transparence en matière de propriété des titres et viendrait induire le marché en erreur si un investisseur devait dans l'exemple ci-dessus inclure son intérêt économique sur des actions pour lesquels il n'a, dans les faits, aucun intérêt économique ni droits de vote du fait de sa vente à découvert.

### ***Compensation***

De plus, il n'est pas clair si les Projets de modification prévoient la possibilité de compenser les dérivés procurant une position longue brute (position à l'achat) avec ceux procurant une position de vente (position à la vente). Une telle combinaison d'opérations produit pour un investisseur un effet neutre sur le titre sous-jacent.

Nous sommes d'avis qu'un investisseur qui possède une position d'acquéreur pour un dérivé et une position contraire de vendeur sur le même titre de référence et aux mêmes conditions devrait pouvoir les compenser puisqu'il n'a aucune exposition économique sur cet émetteur. Cette compensation serait plus conforme à la réalité économique de l'exposition de l'investisseur et se ferait dans le respect des principes des Projets de modification et la divulgation de toute propriété occulte.

### ***Double comptabilisation***

L'assimilation des dérivés à des actions vient en quelque sorte assimiler l'exposition économique à des titres à la propriété juridique de ces titres.

En sus de nos commentaires précédents quant à la nécessité de prendre en compte les ventes à découvert et la compensation, nous soumettons également qu'une telle assimilation implique que les titres concernés seront considérés deux fois dans le calcul d'une détention aux fins du Système d'alerte et donc possiblement déclarés deux fois : une fois par le détenteur de la propriété juridique des titres de référence et une fois par le détenteur de l'exposition économique. Pour ces raisons, l'objectif poursuivi par les ACVM de garantir une transparence adéquate en matière de propriété des titres pourrait se voir compromis.

Finalement, nous avons pris note des commentaires des ACVM indiquant que certains participants qui acquièrent une exposition économique importante sur un émetteur par l'entremise d'un swap pourraient exercer indirectement des droits de vote à l'égard de cet émetteur, par l'intermédiaire de sa contrepartie à ce swap. Nous n'avons pas eu connaissance d'une telle pratique dans le marché canadien qui justifierait cette prise de position des ACVM. Si cette pratique existe, elle est exceptionnelle et ne doit pas dicter les règles en cette matière.

### **3. Tenir compte des prêts et emprunts de titres**

Les projets de modification viennent préciser que les obligations d'information actuelles s'appliquent déjà aux mécanismes de prêt de titres et qu'il n'est 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.

On précise ainsi qu'au niveau de l'emprunteur, celui-ci est tenu de tenir compte des titres empruntés aux fins du calcul de sa propriété de titres pour l'application des règles du Système d'alerte. En empruntant les titres, il se retrouve ainsi à avoir acquis (pendant la durée du prêt) la propriété véritable de ces titres.

La question du prêt et emprunt de titres à l'occasion des assemblées générales d'actionnaires soulève des préoccupations. Nous sommes d'avis que la pratique qui consiste à prêter des titres à l'approche de l'assemblée, aux seules fins d'influencer son déroulement doit être découragée.

Or, nous insistons sur le fait que cette pratique est marginale au Canada et qu'elle ne doit pas servir de prémisse aux règles mises en place par les ACVM. Il faut plutôt examiner le contexte dans lequel se font ces transactions de prêts et emprunts de titres sur le marché canadien.

#### ***Vente à découvert***

Dans l'immense majorité des cas, l'emprunt d'un titre survient généralement dans le contexte d'une vente à découvert. Dans ce cas, l'investisseur emprunte des titres qui seront subséquemment livrés en règlement de sa vente à découvert.

Si l'on s'en tient à ce qui est énoncé dans les Projets de modification, au chapitre des prêts et emprunts de titres, on déduit que ce type d'opération impliquerait que l'emprunteur doive faire une déclaration en vertu du Système d'alerte si l'emprunt de titres le porte à plus de 5 % des titres d'un émetteur et faire une autre déclaration lorsqu'il livrera les titres en règlement de la vente à découvert, dans l'hypothèse où il franchit à la baisse le seuil de 5 %.

Par ailleurs, l'emprunteur devra éventuellement acheter les titres pour remettre au prêteur les titres faisant l'objet du contrat de prêt de titres. Toutes ces opérations pourraient déclencher l'application du Système d'alerte alors que dans aucune de ces situations

l'emprunteur n'a bénéficié des droits de vote sur ces titres et n'a pas acquis une exposition économique lors de sa transaction de prêt.

Au Royaume-Uni, le régulateur a tenu compte de l'emprunt qui se fait dans un contexte de vente à découvert en prévoyant une dispense d'application automatique qui permet de ne pas tenir compte des titres empruntés dans un contexte de vente à découvert (Disclosure Rules and Transparency Rules, 5.1.3R (6)).

Nous sommes d'avis que les ACVM devraient s'inspirer d'une telle dispense, autrement il y aurait multiplication des déclarations. Une telle multiplication ne fournit pas une transparence adéquate de la propriété des titres, et viendrait inonder le marché d'information non pertinente qui surtout ne permettrait pas d'identifier les personnes souhaitant exercer un réel contrôle sur l'émetteur de celles pour lesquelles l'atteinte du seuil ne serait que temporaire.

#### **4. Fournir plus d'information dans les déclarations selon le Système d'alerte**

Les Projets de modification prévoient l'obligation de déclarer les mécanismes de prêt de titres en vigueur au moment de l'opération à déclarer, même si l'opération n'en impliquait pas. Actuellement, la personne qui est tenue de déposer une déclaration selon le Système d'alerte n'a généralement pas l'obligation d'indiquer la nature générale ni les conditions importantes des « conventions de prêt ».

Nous croyons que cette obligation peut s'avérer contraignante pour les investisseurs particulièrement si ce prêt et emprunt de titres se fait dans le contexte de transactions structurées. L'anonymat que requièrent certaines stratégies pourrait être compromis par ces obligations de divulgation qui en définitive ne permettent pas d'informer le marché en matière de propriété des titres.

### **Conclusion**

Nous croyons qu'une transparence en matière de propriété des titres est souhaitable et elle est une condition essentielle à l'intégrité de nos marchés et à leur efficacité. Réduire le seuil de déclaration à 5 % est en ce sens un moyen d'y parvenir.

Toutefois, nous croyons que la réglementation ne doit pas représenter un fardeau ni constituer une entrave à la liquidité.

Par ailleurs, la réglementation doit permettre aux actionnaires de bien saisir leurs obligations de déclaration, ce qu'ils doivent inclure ou non dans leurs calculs de seuils de déclaration. La réglementation doit surtout tenir compte de la réalité des marchés financiers et de leur sophistication et adopter une approche plus pragmatique qui tient compte de la réalité économique d'une transaction.

À la lecture des Projets de modification, nous croyons constater que les efforts des ACVM visent essentiellement à mettre un terme aux pratiques dites de la propriété occulte et du vote vide et d'offrir une transparence aux intervenants du marché, le tout dans une optique de gouvernance.

Or, force est de constater que ces pratiques sont rares et il serait dommageable de pénaliser toute une industrie que ce soit celle des prêts et emprunts de titres ou des dérivés pour des pratiques exceptionnelles, qui ne concernent qu'une petite fraction d'investisseurs. Il s'agit de situations qui font les manchettes, mais qui en définitive sont marginales et loin d'être représentatives de ce qui se fait sur le marché financier canadien.



Marie Giguère  
Première Vice-présidente  
Affaires juridiques et secrétariat