

Avis 55-317 du personnel des ACVM *Régimes d'aliénation de titres automatique*

Le 10 décembre 2020

1. Introduction

Le présent avis a pour objet d'exposer les pratiques que le personnel (le **personnel** ou **nous**) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) recommande aux émetteurs et aux initiés concernant l'établissement et l'administration des régimes d'aliénation de titres automatique (les **RATA** ou les **régimes**), de même que la communication d'information à leur sujet. Un RATA est habituellement un accord entre un initié et un courtier ou un administrateur de régime qui prévoit la vente de titres d'un émetteur dans un délai prédéterminé et suivant des directives préétablies.

Dernièrement, d'importantes préoccupations ont été exprimées à l'égard des RATA, tant sur le plan de la saine gouvernance d'entreprise que de la confiance du public dans l'équité de nos marchés des capitaux. Les initiés contrôlent généralement le moment de l'adoption des RATA, ce qui peut soulever des doutes quant à savoir s'ils les établissent de bonne foi ou possèdent à ce moment de l'information non publique importante (l'**INPI**). En général, ils peuvent aussi modifier, suspendre ou résilier les régimes, ce qui pourrait donner lieu à des abus.

Le personnel fournit des indications au sujet des RATA afin de réduire la probabilité que des initiés effectuent des opérations irrégulières en vertu de tels régimes. Ces indications peuvent aussi aider les émetteurs et les initiés à gérer les perceptions que les opérations d'initiés effectuées dans le cadre des RATA engendrent sur le marché.

Le présent avis ne modifie aucune obligation légale actuelle ni n'en crée de nouvelle. Le personnel signale que la législation en valeurs mobilières prévoit un moyen de défense contre les allégations de délit d'initié ou une exclusion à l'égard de telles allégations lorsque l'opération sur titres est effectuée en vertu d'un « plan automatique » établi avant que l'initié ait pris connaissance de l'INPI (le **moyen de défense**). Certaines des pratiques recommandées dans les présentes indications peuvent aider les initiés à déterminer s'ils peuvent invoquer une telle défense. Le personnel estime en outre que les processus qui y sont exposés sont conformes aux principes de saine gouvernance d'entreprise et de transparence qui président à l'établissement et à l'utilisation des RATA ainsi qu'à la déclaration des opérations effectuées en vertu de ces régimes.

2. Contexte

La législation en valeurs mobilières interdit aux initiés qui ont connaissance d'INPI d'effectuer des opérations sur les titres d'un émetteur. Cependant, ceux-ci peuvent invoquer le moyen de défense lorsque les opérations sont faites en vertu d'un « régime automatique » aux termes de la législation en valeurs mobilières. L'initié qui est un « initié assujéti » au sens de la Norme canadienne 55-104 *sur les exigences et dispenses de déclaration d'initié* (la Norme canadienne 55-104) est tenue, conformément à cette règle, de déposer une déclaration d'initié

chaque fois qu'il effectue une opération sur les titres de l'émetteur dans le cadre d'un RATA ou qu'une telle opération est effectuée pour son compte.

Nous observons que les administrateurs et membres de la haute direction sont de plus en plus encouragés à acquérir et à maintenir une participation importante dans les émetteurs qu'ils dirigent et supervisent afin de faire concorder leurs intérêts avec ceux des autres porteurs. Les titres des émetteurs peuvent donc composer une partie importante de la rémunération. Or, étant donné l'interdiction d'opération d'initié prévue par la législation en valeurs mobilières et leur exposition fréquente à de l'INPI, les initiés peuvent se voir limités dans leur capacité de vendre les titres reçus dans le cadre de mécanismes de rémunération, ce qui les empêche souvent d'effectuer des opérations sur titres pendant de longues périodes.

Nous reconnaissons qu'un RATA bien conçu et bien administré peut constituer un mécanisme légitime de négociation de titres pour les initiés. Il importe toutefois de veiller à ce qu'un tel régime comporte des conditions et des restrictions adéquates afin que les initiés ne puissent tirer profit d'INPI relative à l'émetteur, et qu'il soit automatique par essence.

3. Indications sur l'établissement et l'administration des RATA

Nous invitons les émetteurs et les initiés à prendre en compte les indications qui suivent dans l'établissement et l'utilisation de RATA et dans la déclaration des opérations effectuées dans le cadre de ces régimes. Le fait de suivre les recommandations du présent avis ne remplace en aucun cas l'appréciation juridique de la possibilité d'invoquer le moyen de défense contre des allégations de délit d'initié. Les initiés devraient donc faire leur propre analyse pour établir s'ils sont fondés à le faire valoir.

3.1 Établissement du régime

Adhésion de l'initié au régime

Pour apaiser les inquiétudes selon lesquelles un RATA pourrait être contraire à l'intérêt public, l'initié devrait y adhérer de bonne foi, et non dans le but de se soustraire à l'interdiction d'opération d'initié. De plus, il ne pourra se prévaloir du moyen de défense s'il adhère au régime alors qu'il est en possession d'INPI relative à l'émetteur.

Il est à noter que de nombreux émetteurs ont adopté une politique en matière d'opérations d'initiés qui prévoit des interdictions totales des opérations pendant certaines périodes¹. Cette politique a pour objectif d'empêcher les négociations lorsqu'il existe un risque accru que des initiés disposent d'INPI. L'imposition de périodes d'interdiction totale des opérations vise également à éviter toute apparence d'opération douteuse ainsi qu'à protéger la réputation de l'émetteur. Tous les initiés devraient consulter et respecter la politique de l'émetteur en matière d'opérations d'initiés, notamment les dispositions traitant des moments où il est permis d'adhérer à un régime. En l'absence de telles dispositions, nous recommandons aux émetteurs d'envisager des modifications à leur politique afin d'y inclure une restriction portant spécifiquement sur l'adhésion aux RATA pendant les périodes d'interdiction totale des opérations.

¹ L'article 6.10 de l'Instruction générale canadienne 51-201 : *Lignes directrices en matière de communication de l'information* comporte des indications relatives aux politiques en matière d'opérations d'initiés et aux périodes d'interdiction totale des opérations.

Surveillance exercée par l'émetteur

Nous recommandons que l'émetteur surveille l'établissement et l'utilisation des RATA par ses initiés pour s'assurer que ces derniers, et leurs régimes, respectent la législation en valeurs mobilières ainsi que la politique en matière d'opérations d'initiés ou toute autre politique pertinente qu'il a adoptée².

La surveillance exercée sur les RATA contribue à leur légitimité et, à notre avis, l'intervention de l'émetteur pourrait avoir des effets bénéfiques, tant pour lui que pour ses initiés. Elle pourrait réduire le risque de réputation pour l'émetteur et les risques de litige susceptibles de découler de l'usage abusif d'un RATA par un initié. Dans le cas où le RATA n'a pas été établi par l'émetteur, nous encourageons les initiés à aviser ce dernier de leur intention d'y adhérer afin qu'il puisse leur fournir des indications et exercer une surveillance sur celui-ci.

Nous recommandons à l'émetteur de procéder, dans le cadre de sa surveillance et afin de réduire les risques au minimum, à un examen des conditions des RATA pour vérifier si ces derniers sont automatiques par essence et comportent des protections contre les opérations d'initiés inappropriées. Nous recommandons en outre que l'initié demande à l'émetteur d'attester au courtier qu'à sa connaissance, l'initié ne dispose pas d'INPI au moment de son adhésion au RATA, et que l'adhésion s'effectue dans le respect de toute politique en matière d'opérations d'initiés ou autre politique pertinente qu'il a adoptée.

Afin de réduire les risques, il est également recommandé à l'émetteur de prendre des mesures raisonnables pour confirmer périodiquement que l'initié se conforme toujours aux conditions du RATA et à toute politique en matière d'opérations d'initiés ou autre politique pertinente adoptée.

En outre, nous recommandons en particulier que l'émetteur surveille l'utilisation du RATA à la survenance d'événements significatifs le concernant avant qu'ils ne soient rendus publics, par exemple une fusion, une acquisition, un dessaisissement ou un changement important touchant ses activités, son exploitation ou son capital. Selon nous, une telle surveillance permettrait également à l'émetteur d'évaluer s'il y a lieu d'apporter des modifications au régime, ou encore de le suspendre ou de le résilier, pendant la période où l'initié peut avoir de l'INPI en sa possession.

3.2 Administration du régime

Paramètres de négociation et autres instructions

Nous recommandons qu'au moment de son adhésion au RATA, l'initié fournisse par écrit au courtier ou à l'administrateur du régime des paramètres de négociation de titres et autres instructions qui soient clairs. Le régime devrait inclure une formule pour le calcul du nombre de titres à vendre ou préciser ce nombre, et indiquer le prix minimum ainsi que la date ou la fréquence des ventes. Le fait de fournir des paramètres de négociation préétablis ou d'autres instructions au moment de l'adhésion au régime réduirait le risque que l'initié tente de prendre des décisions

² Contrairement à ce qui est prévu dans les dispositions de la législation en valeurs mobilières des autres provinces et territoires, au Québec, le plan automatique doit être établi par l'émetteur pour que le moyen de défense puisse être invoqué.

d'investissement discrétionnaires, notamment celle d'exercer une influence sur le moment où l'opération a lieu ou le nombre de titres vendus.

Par ailleurs, aux termes du régime, il devrait être interdit au courtier de consulter l'initié sur les ventes effectuées dans le cadre de celui-ci, et à l'initié de lui communiquer des renseignements relatifs à l'émetteur susceptibles d'influer sur l'exécution du régime.

Durée minimale

La durée d'un RATA est généralement fixée en vue de répondre aux besoins de l'initié, mais nous recommandons qu'elle soit assez longue pour éviter l'utilisation éventuelle d'INPI (par exemple 12 mois).

Bien qu'une telle situation puisse résulter de paramètres de négociation et d'autres instructions légitimes, nous recommandons d'éviter que les opérations soient concentrées au début de la durée du régime, afin d'aider les initiés à gérer la perception, dans le marché, que ces opérations sont réalisées à un moment choisi pour leur permettre de tirer parti d'INPI, ou qu'ils ont dissimulé cette information au marché .

Délai d'attente

Nous recommandons de ne pas commencer à effectuer d'opérations dans le cadre d'un RATA avant le dépôt du prochain rapport financier intermédiaire ou des prochains états financiers annuels de l'émetteur, selon le cas.

Nous considérons comme essentiel à la légitimité des RATA le respect d'un délai d'attente, à savoir la période entre l'établissement d'un RATA et la première opération effectuée dans le cadre de ce régime. Plus le délai d'attente est long, plus il est vraisemblable que l'INPI dont pourrait disposer un initié donné deviendra obsolète ou sera rendue publique avant le début des opérations.

Modifications, suspension et résiliation

Selon nous, les RATA devraient comporter des restrictions adéquates empêchant l'initié de modifier, de suspendre ou de résilier le régime en tirant parti d'INPI.

La modification des conditions d'un RATA, telles que ses paramètres de négociation et autres instructions, ainsi que sa suspension ou sa résiliation par un initié peuvent faire naître la perception que le changement apporté est motivé par de l'INPI connue de l'initié et remettre en question la nature automatique du régime. Nous sommes conscients cependant qu'il peut être légitime de modifier, de suspendre ou de résilier un régime dans certaines circonstances. Nous reconnaissons en outre que le RATA peut prévoir des événements entraînant sa suspension ou sa résiliation automatique (par exemple, le décès de l'initié, la faillite de l'émetteur, la conclusion d'offres publiques d'achat, d'arrangements, de fusions, d'acquisitions ou de toute autre opération ayant une incidence sur les titres de l'émetteur).

Par conséquent, nous recommandons d'imposer les restrictions suivantes à la capacité de l'initié de modifier, de suspendre ou de résilier un RATA, entre autres restrictions pouvant être considérées comme adéquates :

- limiter le nombre ou la nature des modifications autorisées;

- interdire la modification, la suspension et la résiliation du régime pendant les périodes d'interdiction totale des opérations prévues par la politique de l'émetteur en matière d'opérations d'initiés;
- exiger de l'initié qu'il déclare au courtier ou à l'administrateur du régime ne pas être en possession d'INPI au moment de la modification, de la suspension ou de la résiliation;
- exiger de l'initié qu'il demande à l'émetteur d'attester au courtier ou à l'administrateur du régime qu'à sa connaissance, l'initié n'est pas en possession d'INPI au moment de la modification, de la suspension ou de la résiliation du régime;
- exiger de l'initié qu'il demande à l'émetteur d'attester au courtier ou à l'administrateur du régime que la modification, la suspension ou la résiliation est effectuée conformément à la politique en matière d'opérations d'initiés ou à toute autre politique interne pertinente;
- imposer le délai d'attente recommandé ci-dessus après toute modification ou suspension;
- exiger de l'émetteur ou de l'initié qu'il indique dans un communiqué déposé au moyen de SEDAR³ les circonstances ayant mené à la modification, à la suspension ou à la résiliation et, selon le cas, la nature de la modification, ce communiqué devant comprendre également une déclaration de l'initié selon laquelle il ne disposait pas d'INPI au moment de cette modification, suspension ou résiliation;
- prévoir l'obtention de l'approbation du conseil d'administration de l'émetteur pour modifier, suspendre ou résilier le régime.

Afin de mieux gérer les perceptions sur le marché, nous recommandons également à l'initié de se demander si la modification du nombre de titres de l'émetteur vendus dans le cadre du régime en prenant des décisions d'investissement discrétionnaires consistant à vendre des titres en dehors du RATA, ou l'établissement de régimes parallèles, pourrait être considérée comme une modification indirecte du régime.

4. Indications relatives à la communication d'information sur les RATA

Information sur les RATA

Pour améliorer la transparence des opérations d'initiés dans le marché, nous recommandons que l'émetteur ou l'initié communique de l'information pertinente sur le RATA dans un communiqué déposé au moyen de SEDAR.

Nous recommandons en particulier que l'émetteur ou l'initié rende publics l'établissement du RATA ainsi que ses principales conditions, dont les parties au régime, sa durée, le délai d'attente avant le début des opérations, de même que les restrictions sur la capacité de l'initié de le modifier, de le suspendre ou de le résilier. Cette information bénéficierait aussi aux émetteurs, puisqu'elle les aiderait à gérer les perceptions que la vente de titres par les initiés engendre sur le marché.

Il est par ailleurs recommandé d'indiquer dans le communiqué le nombre de titres qui seront vendus dans le cadre du RATA et le prix minimal auquel ils peuvent l'être, s'il est précisé dans les paramètres de négociation prévus au régime. Cette information pourrait être utile au marché pour connaître l'opinion de l'initié sur les perspectives de l'émetteur.

³ Dans le présent avis, le terme SEDAR s'entend du Système électronique de données, d'analyse et de recherche en date du présent avis, et de tout système qui le remplace.

Comme il est indiqué ci-dessus, nous recommandons aussi d'aviser le marché, par voie de communiqué, de toute situation particulière se rapportant au régime, telle que sa modification, sa suspension ou sa résiliation.

Information dans les déclarations d'initiés

Nous recommandons à l'initié qui dépose une déclaration d'initié de préciser dans l'espace réservé aux commentaires que les opérations ont été effectuées dans le cadre d'un RATA.

Cette information permettrait au marché de comprendre que les renseignements fournis dans chaque déclaration suivante ne reflètent pas des décisions d'investissement discrétionnaires prises par l'initié, mais se rapportent plutôt à un RATA annoncé précédemment. Nous rappelons également aux initiés qu'aux fins d'un RATA, le transfert de titres de l'initié au courtier ou à l'administrateur du régime pourrait devoir être déclaré conformément à l'article 3.3 de la Norme canadienne 55-104, selon lequel l'initié doit déposer une déclaration indiquant tous les transferts concernant l'emprise exercée sur les titres de l'émetteur qu'il détient.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Martin Latulippe
Analyste à la réglementation
Direction de l'information continue
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4331
martin.latulippe@lautorite.qc.ca

Livia Alionte
Analyste à l'information continue
Direction de l'information continue
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4336
livia.alionte@lautorite.qc.ca

Roxane Gunning
Legal Counsel
Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416 593-8269
rgunning@osc.gov.on.ca

Laura Lam
Senior Legal Counsel
Legal Services, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
604 899-6792
llam@bcsc.bc.ca

Lanion Beck
Senior Legal Counsel
Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403 355-3884
lanion.beck@asc.ca

Tracy Clark
Senior Legal Counsel
Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403 355-4424
tracy.clark@asc.ca

Mikale White
Legal Counsel, Securities
Financial and Consumer Affairs Authority of
Saskatchewan
306 798-3381
mikale.white@gov.sk.ca

Ella-Jane Loomis
Senior Legal Counsel, Securities
Commission des services financiers et des
services aux consommateurs
Nouveau-Brunswick
506 453-6591
ella-jane.loomis@fcnb.ca