

20 JANVIER 2023

La SEC apporte des modifications aux règles relatives aux opérations d'initiés et aux obligations de déclaration

Auteurs : [Jeffrey Nadler](#) et [Nir Servatka](#)

À la fin de l'année 2022, la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC ») a adopté la version définitive des modifications apportées à certaines règles et obligations de déclaration visant les arrangements conclus par des initiés relativement à la négociation de titres, dont la Rule 10b5-1(c) prise en application de la *Securities Exchange Act of 1934* (la « Loi de 1934 »).

La Rule 10b5-1(c) prévoit le recours, par les émetteurs et les initiés, à des défenses affirmatives à l'encontre d'une éventuelle responsabilité pour délit d'initié en vertu de l'article 10(b) de la Loi de 1934 et de la Rule 10b-5 prise en application de celle-ci. Cette règle permet aux émetteurs et aux initiés d'adopter un plan écrit (appelé « plan 10b5-1 ») accordant à autrui le pouvoir de réaliser des opérations préalablement prévues selon des critères préétablis, même si les initiés ont accès par la suite à des renseignements importants inconnus du public (des RIIP). Les modifications apportées à la Rule 10b5-1(c) imposent des conditions supplémentaires aux émetteurs et aux initiés qui veulent se prévaloir des défenses affirmatives qui y sont prévues. Ces modifications s'appliquent à tous les titres qui sont inscrits à la cote d'une bourse de valeurs nationale américaine ou qui sont inscrits en vertu de l'article 12 de la Loi de 1934, qu'ils soient émis par des émetteurs nationaux ou des émetteurs privés étrangers, dont des émetteurs privés canadiens qui se prévalent du Régime d'information multinational (le RIM).

Les modifications apportées imposent également de nouvelles obligations d'information à l'égard des arrangements conclus pour la négociation des titres des administrateurs et des dirigeants; des politiques et des procédures relatives aux opérations d'initiés des émetteurs; ainsi que de la rémunération des administrateurs et des membres de la haute direction provenant des attributions fondées sur des titres de capitaux propres octroyées peu avant ou peu après la déclaration d'information sur les RIIP déposée par l'émetteur. Certaines de ces obligations d'information ne s'appliquent qu'aux émetteurs nationaux tandis que d'autres s'appliquent autant aux émetteurs nationaux qu'aux émetteurs privés étrangers qui ne se prévalent pas du RIM, tel qu'il est indiqué ci-dessous. Aucune de ces obligations d'information ne s'applique cependant aux émetteurs qui se prévalent du RIM.

Les modifications apportées visent à parer à la possibilité qu'un initié en possession de RIIP puisse se prévaloir de la Rule 10b5-1 de manière abusive et négocier des titres de façon opportuniste, notamment dans des situations où sa connaissance des RIIP pourrait encore influencer sur la décision de réaliser une opération sur le titre, même si les plans de l'initié semblent respecter les exigences de la Rule 10b5-1.

Modifications relatives aux plans 10b5-1

Élargissement de la portée de l'exigence de « bonne foi » (au sens donné au terme *Good faith* dans la Rule 10b5-1(c)). Avant l'adoption des modifications, la Rule 10b5-1(c) exigeait uniquement que l'adoption d'un plan 10b5-1 soit faite de bonne foi. Les modifications élargissent la portée de l'exigence de bonne foi en exigeant que la personne (émetteur ou initié) qui adhère à un tel plan agisse de bonne foi à l'égard de ce plan même après son adoption. Ce changement concerne les activités sur lesquelles l'initié a une emprise. Les annulations dictées par l'émetteur qui sont indépendantes du contrôle ou de l'influence de l'initié (p. ex., en raison d'une fusion éventuelle) ne peuvent, de par leur nature, être assorties d'une exigence de bonne foi. La modification des règles vise à dissuader les émetteurs et les initiés de contourner les interdictions prévues dans la Rule 10b5-1(c) en tentant, par exemple, d'influer sur l'information communiquée par une société avant ou après une opération prévue aux termes d'un arrangement en matière de négociation de titres.

Période de restriction des opérations. Les modifications prévoient une « période de restriction des opérations » (au sens donné au terme « *cooling-off period* »), ce qui signifie qu'aucune opération ne peut être réalisée par une autre personne que l'émetteur pendant une période déterminée suivant l'adoption d'un plan¹. La période de restriction des opérations applicable aux administrateurs et aux dirigeants de l'émetteur prend fin à la dernière des dates suivantes à survenir, à savoir : i) 90 jours après l'adoption du plan ou ii) deux jours ouvrables après la communication des résultats financiers de l'émetteur² sur formulaire 10-Q ou 10-K pour le trimestre d'exercice durant lequel le plan a été adopté ou, pour les émetteurs privés étrangers, sur formulaire 20-F, 40-F ou 6-K faisant état des résultats financiers de l'émetteur, et, dans tous les cas, au plus tard 120 jours après l'adoption du plan. En ce qui concerne les personnes qui ne sont ni des administrateurs ni des dirigeants, la période de restriction des opérations prend fin 30 jours après l'adoption du plan.

Modification des plans 10b5-1. Les modifications viennent codifier les lignes directrices du personnel de la SEC selon lesquelles tout changement dans le nombre, le prix ou le moment de l'achat ou de la vente des titres visés par un contrat, une directive ou un plan est réputé constituer la résiliation de ce contrat, de cette directive ou de ce plan ainsi que l'adoption d'un nouveau contrat, d'une nouvelle directive ou d'un nouveau plan pour l'application de la Rule 10b5-1(c), ce qui déclenche une nouvelle période de restriction des opérations³.

Chevauchement de plusieurs plans 10b5-1. Parmi les autres modifications apportées à la Rule 10b5-1(c), notons l'ajout d'une nouvelle condition d'application des défenses affirmatives qui interdit à toute personne, sauf l'émetteur, d'être liée par un autre contrat, une autre directive ou un autre plan en vigueur (ou de conclure ou d'adopter ultérieurement un contrat, une directive ou un plan supplémentaire) pouvant être admissible à une défense affirmative en vertu de la Rule 10b5-1(c) relativement aux achats ou aux ventes de titres de l'émetteur sur le marché libre durant la même période, quelle que soit la catégorie de ces titres. Cette interdiction comporte trois exceptions limitées, qui sont décrites ci-dessous.

- Des contrats distincts conclus avec différents courtiers en valeurs ou représentants chargés de réaliser les opérations sur titres qui y sont prévues pourront être traités comme un seul plan, pourvu que chaque contrat conclu avec un courtier en valeurs ou un représentant respecte toutes les conditions applicables de la Rule 10b5-1(c) et que l'ensemble de ces contrats demeurent assujettis aux dispositions de cette règle. De plus, le remplacement d'un courtier en valeurs ou d'un représentant par un autre courtier en valeurs ou représentant ayant le mandat de réaliser des opérations sur titres aux termes d'un contrat, d'une directive ou d'un plan ne sera pas réputé constituer une modification de ce contrat, de cette directive ou de ce plan, pourvu que les directives d'achat ou de vente applicables au courtier ou représentant remplaçant et à son prédécesseur soient identiques en ce qui a trait aux prix et au nombre de titres à acheter ou à vendre ainsi qu'aux dates de réalisation des achats ou des ventes.
- Il est possible d'adopter un contrat, une directive ou un plan de négociation des titres de l'émetteur sur le marché libre qui entrera en vigueur ultérieurement si ses modalités interdisent la négociation de titres tant que toutes les opérations prévues par le contrat, la directive ou le régime dont la date d'entrée en vigueur est antérieure n'ont pas été effectuées ou tant que le délai alloué à l'exécution de ces opérations et la période de restriction des opérations applicable n'ont pas pris fin.
- Un contrat, une directive ou un plan qui prévoit la possibilité de réaliser une opération de vente de couverture admissible ne sera pas considéré comme étant un contrat, une directive ou un plan supplémentaire ou en vigueur s'il n'autorise le représentant qu'à vendre les titres nécessaires pour se conformer aux obligations de retenue d'impôt découlant exclusivement de l'acquisition des droits rattachés à une attribution fondée sur des éléments rémunérateurs, tels que des actions incessibles et des droits à la plus-value d'actions, et si l'initié n'exerce d'aucune autre façon une emprise sur le délai de réalisation d'une telle vente.

Régimes à opération unique. La Rule 10b5-1(c) modifiée restreint le recours à la défense affirmative à l'égard d'un « plan à opération unique » (c'est-à-dire un contrat, une directive ou un plan qui prévoit l'achat ou la vente d'un nombre total de titres sur le marché libre dans le cadre d'une opération unique); un tel plan ne peut être adopté si un autre plan à opération unique a été adopté au cours de la période de 12 mois précédente. Cette restriction ne s'applique pas aux plans qui prévoient la possibilité de réaliser une opération de vente de couverture selon les critères énumérés ci-dessus.

Déclaration requise dans les régimes. La Rule 10b5-1(c) modifiée exige des administrateurs et des dirigeants (mais pas des émetteurs) qui adoptent un plan 10b5-1 qu'ils y intègrent une déclaration selon laquelle, à la date de l'adoption du plan, i) ils n'avaient

connaissance d'aucun RIIP à propos de l'émetteur ou de ses titres et ii) qu'ils adoptent le contrat, la directive ou le plan de bonne foi et non dans le cadre d'un plan ou d'un stratagème visant à contourner les interdictions de la Rule 10b-5(c).

Obligation d'information visant les émetteurs

Avant la modification des règles, les émetteurs n'avaient pas l'obligation de déclarer les arrangements en matière de négociation de titres auxquels ils avaient recours⁴. Les modifications imposent les nouvelles obligations d'information suivantes, qui doivent toutes être balisées dans le format Inline eXtensible Business Reporting Language (XBRL).

Communication d'information sur les arrangements relatifs à des opérations d'initiés. La nouvelle rubrique 408(a) du Regulation S-K oblige les émetteurs américains (et non des émetteurs privés étrangers) à fournir l'information suivante dans leurs rapports trimestriels et annuels respectifs sur formulaires 10-Q et 10-K :

- indiquer si, au cours du dernier trimestre d'exercice de l'émetteur, un administrateur ou un dirigeant a adopté ou résilié a) un contrat, une directive ou un plan écrit visant l'achat ou la vente de titres de l'émetteur destiné à répondre aux conditions d'application de la défense affirmative prévue dans la Rule 10b5-1(c) (appelé dans les présentes un « arrangement conforme à la Rule 10b5-1 »); ou b) un arrangement écrit en matière de négociation de titres (appelé dans les présentes un « arrangement non conforme à la Rule 10b5-1 ») aux termes duquel i) l'administrateur ou le dirigeant n'avait pas connaissance de RIIP sur les titres ou l'émetteur au moment de conclure cet arrangement et ii) l'arrangement vise des opérations sur titres selon des critères préétablis ou n'autorise pas l'administrateur ou le dirigeant à exercer une influence subséquente sur les achats ou les ventes de titres (sous réserve que toute autre personne ayant exercé une telle influence n'avait pas connaissance de RIIP au moment en cause). L'émetteur doit indiquer si l'arrangement est un arrangement conforme à la Rule 10b5-1 ou un arrangement non conforme à la Rule 10b5-1;
- fournir une description des modalités importantes de l'arrangement conforme à la Rule 10b5-1 ou de l'arrangement non conforme à la Rule 10b5-1, sauf celles relatives au prix auquel la personne responsable de l'exécution de l'arrangement est autorisée à négocier les titres, tels que i) le nom et le titre de l'administrateur ou du dirigeant, ii) la date de l'adoption ou de la résiliation de l'arrangement, iii) la durée de l'arrangement et iv) le nombre total de titres qui seront vendus ou achetés aux termes de l'arrangement.

Toute modification apportée à un plan 10b5-1 par un administrateur ou un dirigeant qui est visé par la nouvelle Rule 10b5-1(c) doit également être communiquée en vertu de la rubrique 408(a), car elle signifie la résiliation d'un plan existant et l'adoption d'un nouveau contrat, d'une nouvelle directive ou d'un nouveau plan écrit.

Communication d'information sur les politiques et les procédures relatives aux opérations d'initiés. L'information suivante doit être fournie i) par tous les émetteurs américains dans leurs rapports annuels sur formulaire 10-K et dans leurs circulaires d'information et leurs circulaires de sollicitation de procurations selon le format prescrit aux annexes 14A et 14C en vertu de la nouvelle rubrique 408(b) du Regulation S-K, et ii) par tous les émetteurs privés étrangers qui ne se prévalent pas du RIM dans leurs rapports annuels sur formulaire 20-F en vertu de la nouvelle rubrique 16J du formulaire 20-F :

- indiquer si l'émetteur a adopté ou non des politiques et des procédures sur les opérations d'initiés qui régissent l'achat, la vente et toute autre forme d'aliénation de ses titres par des administrateurs, des dirigeants et des employés, ou par l'émetteur lui-même, et dont l'objectif est d'assurer, dans une mesure raisonnable, la conformité aux lois, aux règles et aux règlements connexes, ainsi qu'aux normes d'inscription applicables à l'émetteur;
- dans la négative, l'émetteur doit indiquer les raisons qui justifient l'absence de telles politiques et procédures;
- si l'émetteur a adopté des politiques et des procédures sur les opérations d'initiés, il doit en insérer une copie sous forme d'annexe dans les formulaires pertinents⁵.

Communication d'information sur les octrois d'options et les instruments de capitaux propres similaires. La nouvelle rubrique 402(x) du Regulation S-K exige des émetteurs américains (et non des émetteurs privés étrangers) qu'ils fournissent l'information suivante

dans leurs rapports annuels sur formulaire 10-K et dans leurs circulaires d'information et leurs circulaires de sollicitation de procurations selon le format prescrit aux annexes 14A et 14C :

- une présentation des politiques et des pratiques de l'émetteur portant sur les périodes d'attribution des options sur actions et d'autres instruments dont les caractéristiques sont comparables à celles des options, compte tenu de la communication de RIIP par l'émetteur, et précisant notamment de quelle façon le conseil détermine le mode d'octroi de ces attributions (p. ex., si les attributions sont octroyées selon un calendrier prédéterminé); la question de savoir si le conseil ou le comité de la rémunération tient compte des RIIP au moment de déterminer la date et les modalités d'une attribution et, si tel est le cas, de quelle façon il en tient compte; et la question de savoir si l'émetteur a fixé une date de communication des RIIP en fonction de l'établissement de la valeur de la rémunération de la haute direction;
- la présentation, dans un tableau, des options octroyées par l'émetteur à un membre de la haute direction visé au cours de la période commençant quatre jours ouvrables avant le dépôt d'un rapport périodique sur formulaire 10-Q ou 10-K ou le dépôt ou la remise d'un rapport courant sur formulaire 8-K qui fait état des RIIP, et prenant fin un jour ouvrable après le dépôt ou la remise d'un tel rapport. Le tableau demandé doit contenir des renseignements de base au sujet de l'attribution en cause, tels que la date d'octroi, le nombre de titres sous-jacents à l'attribution, le prix d'exercice, la juste valeur de l'attribution et la variation, en pourcentage, de la valeur marchande des titres sous-jacents à l'attribution entre le jour de bourse précédant la date de communication des RIIP et le jour de bourse la suivant.

Obligation d'information visant les initiés

Les modifications apportées aux règles ont entraîné la modification des formulaires 4 et 5 utilisés par les initiés d'émetteurs nationaux pour la déclaration d'opérations admissibles aux termes du paragraphe 16(a) de la Loi de 1934. Une nouvelle case a été ajoutée dans ces formulaires, que les initiés doivent cocher si l'opération déclarée a été réalisée aux termes d'un contrat, d'une directive ou d'un plan écrit censé conforme aux conditions d'application de la défense affirmative prévue dans la Rule 10b5-1(c). Si la case est cochée, l'initié doit également préciser la date d'adoption du plan 10b5-1 à l'emplacement pertinent indiqué dans le formulaire.

Les modifications apportées aux règles ont également entraîné la modification de la Rule 16a-3 prise en application de la Loi de 1934 qui exige maintenant des personnes assujetties en vertu de l'article 16 qu'elles déclarent les aliénations de titres de capitaux propres qui sont des dons offerts de bonne foi dans le formulaire 4 (formulaire devant être déposé avant la fin du deuxième jour ouvrable suivant la date de réalisation de l'opération), plutôt que dans le formulaire 5 (formulaire devant être déposé dans un délai de 45 jours suivant la fin de l'année au cours de laquelle le don a été effectué).

Date d'entrée en vigueur

Les modifications apportées aux règles entreront en vigueur le 27 février 2023. Toutefois, les modifications apportées à la Rule 10b5-1(c) n'auront pas d'incidence sur le recours à la défense affirmative prévue aux termes d'un plan 10b5-1 en vigueur qui a été conclu avant le 27 février 2023, à moins que ce régime soit modifié après le 27 février 2023 de la façon décrite ci-dessus sous la rubrique « Modifications relatives aux régimes 10b5-1 ». Dans un tel cas, la modification correspondrait à l'adoption d'un nouvel arrangement en matière de négociation de titres et, par conséquent, la Rule 10b5-1(c) modifiée pourrait être invoquée à titre de défense affirmative applicable à l'égard de l'arrangement modifié.

Les émetteurs devront se conformer aux nouvelles obligations d'information dans le premier document d'information qu'ils déposeront à l'égard du premier exercice complet commençant le 1er avril 2023 ou après cette date, à l'exception des sociétés assujetties de petite taille, qui auront droit à une période de transition supplémentaire de six mois.

Les personnes assujetties en vertu de l'article 16 devront se conformer aux modifications apportées aux formulaires 4 et 5 dans leurs déclarations sur la propriété véritable qui seront déposées à partir du 1er avril 2023.

¹ Par opposition aux modifications initialement proposées par la SEC, les modifications aux règles dans leur version définitive ne prévoient pas une période de restriction des opérations pour les émetteurs. Toutefois, tel qu'il est indiqué dans le communiqué annonçant les modifications adoptées, la SEC continue d'examiner si des mesures réglementaires sont requises pour atténuer les risques de préjudices à l'investisseur advenant une utilisation abusive des régimes 10b5-1 par l'émetteur, notamment dans le contexte d'un rachat d'actions.

² Le terme « dirigeant » est utilisé conformément à la définition du terme « *officer* » qui figure dans la Rule 16a-1(f) prise en application de la Loi de 1934 et désigne à la fois le président de l'émetteur, le membre principal de la direction des finances de l'émetteur, le membre principal de la direction de la comptabilité de l'émetteur (ou, en l'absence d'une telle personne, le contrôleur), un vice-président de l'émetteur responsable de l'une des principales unités d'exploitation, divisions ou fonctions, un dirigeant qui exerce un pouvoir de décision à l'égard des grandes orientations de l'émetteur, ou toute autre personne qui exerce un pouvoir de décision similaire à l'égard des grandes orientations de l'émetteur.

³ Les modifications qui n'ont pas d'incidence sur les prix de vente ou d'achat ou la fourchette des prix, sur le nombre de titres qui doivent être vendus ou achetés ou sur le moment de la réalisation des opérations dans le cadre d'un régime (notamment un rajustement relatif à un fractionnement d'actions ou un changement dans les renseignements sur le compte) ne déclencheront pas une nouvelle période de restriction des opérations.

⁴ Les émetteurs sont tenus de communiquer leurs codes d'éthique en vertu de la rubrique 406 du Regulation S-K (dans le cas des émetteurs américains), de la rubrique 16B du formulaire 20-F (dans le cas des émetteurs privés étrangers qui ne se prévalent pas du RIM) ou du paragraphe 9 de l'instruction générale B se rapportant au formulaire 40-F (dans le cas des émetteurs qui se prévalent du RIM), ce qui pourrait permettre de régler certaines questions relatives aux opérations d'initiés. Toutefois, la SEC a précisé dans le communiqué annonçant les modifications adoptées que les codes d'éthique pourraient ne pas être suffisamment détaillés pour permettre aux investisseurs d'évaluer les pratiques ayant cours relativement aux opérations d'initiés éventuelles.

⁵ Si toutes les politiques et les procédures sur les opérations d'initiés de l'émetteur figurent dans son code d'éthique et que le code d'éthique est inséré en annexe, la présence d'un hyperlien vers cette annexe accompagnant l'information donnée par l'émetteur à savoir s'il a adopté de telles politiques et procédures sera suffisante pour satisfaire à cette composante des obligations d'information.

Personnes-ressources : [Jeffrey Nadler](#), [Nir Servatka](#), [Patricia L. Olasker](#) et [Olivier Désilets](#)

Les renseignements et commentaires fournis aux présentes sont de nature générale et ne se veulent pas des conseils ou des opinions applicables à des cas particuliers. Nous invitons le lecteur qui souhaite obtenir des précisions sur l'application de la loi à des situations particulières à s'adresser à un conseiller professionnel.