

Répercussions potentielles au Canada de l'affaire Archegos

17 MAI 2021 14 MIN DE LECTURE



Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Marchés financiers](#)
- [Produits dérivés](#)

Auteurs(trice): [Alex Gorka](#), [Rob Lando](#), [Douglas Marshall](#), [Emmanuel Pressman](#), Michael Sproule

Les pertes des banques mondiales découlant de l'affaire Archegos Capital Management (Archegos) dépassent maintenant les 10 G\$, ce qui a suscité un regain d'intérêt aux États-Unis pour les obligations d'information sur la propriété des titres négociés en bourse et des produits dérivés connexes. Archegos aurait utilisé un produit dérivé appelé « swap sur rendement total » pour effectuer des placements concentrés et à effet de levier dans un certain nombre de sociétés. Ces positions ont été dénouées à la suite d'appels de marge, ce qui a entraîné une pression à la baisse sur un certain nombre d'actions de premier choix et des pertes substantielles pour de nombreuses banques qui étaient des contreparties aux swaps d'Archegos et qui n'ont pas pu récupérer les fonds auprès d'Archegos. Le 6 mai 2021, le président de la Securities and Exchange Commission (SEC), Gary Gensler, a précisé que la SEC envisageait d'apporter des modifications réglementaires en réponse à la liquidation, en mars 2021, d'importantes participations en actions par Archegos. Il sera intéressant de voir si le regain d'intérêt pour ces questions aux États-Unis entraînera un examen ou des modifications similaires au Canada.

Les produits dérivés soulèvent d'importantes questions de principe pour les organismes de réglementation des valeurs mobilières, notamment en ce qui a trait à la « propriété cachée » et au « vote nu »^[1]. Au Canada, les préoccupations concernant l'utilisation de produits dérivés ont surtout été soulevées dans le contexte des exigences en matière de déclaration selon le système d'alerte. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont envisagé, mais finalement rejeté, d'adopter des exigences accrues en matière de déclaration des produits dérivés dans les [modifications apportées en mai 2016](#) au système d'alerte. Il est à noter qu'à l'époque, les ACVM ont également décidé de ne pas mettre en œuvre leur proposition initiale visant à réduire le seuil de déclaration de 10 % à 5 % selon le système d'alerte. Toutefois, le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario (le Groupe de travail) a récemment [recommandé](#) d'abaisser, de 10 % à 5 %, le seuil de déclaration pour les « investisseurs non passifs » (mais il n'a pas abordé les questions des produits dérivés et de la propriété cachée).

Contexte

La législation en valeurs mobilières canadienne impose des exigences en matière de déclaration selon le système d'alerte lors de l'acquisition de titres de sociétés ouvertes. Toute

personne, autre qu'un investisseur institutionnel admissible, 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 une emprise sur de tels titres, a l'obligation de produire et de déposer rapidement un communiqué et de déposer une déclaration contenant les informations à fournir selon le système d'alerte, dans les deux jours ouvrables suivant l'acquisition, auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières. En outre, l'acquéreur doit respecter un délai où il lui est interdit d'acquérir des titres de la catégorie concernée jusqu'à un jour ouvrable après le dépôt de la déclaration^[2].

Le *Beneficial Ownership Report on Schedule 13D* (« formulaire 13D ») – l'équivalent américain du régime de déclaration selon le système d'alerte du Canada – entraîne des obligations d'information à partir de 5 % de propriété ou de contrôle. Ces exigences comprennent le dépôt d'un formulaire 13D dans les 10 jours suivant la date de la transaction, contre le dépôt d'un communiqué de presse quasi immédiat selon les exigences des autorités canadiennes. Les investisseurs institutionnels et passifs admissibles peuvent également utiliser le formulaire 13G, qui prévoit des délais de déclaration plus longs. En outre, les règles américaines n'imposent aucune période de réflexion sur les opérations, sauf dans certaines circonstances, ce qui permet à l'acheteur d'acquérir davantage de titres de la catégorie concernée bien avant de devoir en informer le public. Par conséquent, bien que le seuil de déclaration de 10 % du système canadien semble plus indulgent et plus favorable aux investisseurs, pour les acquisitions supérieures à 10 %, les exigences américaines peuvent être beaucoup plus favorables à un investisseur.

Les exigences américaines et le système d'alerte canadien ont été établis, entre autres, pour améliorer la transparence des participants au marché à l'égard des renseignements importants. Les seuils de déclaration et les obligations d'information connexes visent à signaler au marché qu'un actionnaire pourrait accumuler des titres dans le but ou avec pour effet de changer ou d'influencer le contrôle de l'émetteur. Dans un rapport du système d'alerte canadien ainsi que dans un formulaire 13D aux États-Unis, par exemple, les acquéreurs doivent divulguer le but de l'acquisition des titres de l'émetteur, y compris les plans ou les propositions concernant l'émetteur. Les investisseurs déposant une déclaration sur formulaire 13G aux États-Unis doivent attester qu'ils n'ont pas acquis les titres et qu'ils ne les détiennent pas dans le but ou avec pour effet de changer ou d'influencer le contrôle de l'émetteur.

Informations à fournir sur les produits dérivés

Le défi de la réglementation des informations à fournir sur les produits dérivés réside dans leur variété et leur complexité. Dans le cas d'Archegos, la société aurait utilisé un type de produit dérivé appelé un « swap sur rendement total », ce qui lui a permis de tirer parti de son investissement et d'obtenir une exposition économique substantielle à des titres spécifiques sans avoir à payer le prix d'achat total de ces titres. Les swaps sur rendement total sont également utilisés dans le contexte des fusions et acquisitions par des acquéreurs cherchant à reproduire les avantages économiques de l'acquisition d'une position initiale.

Les swaps sur rendement total constituent des accords entre deux parties qui permettent à l'une d'entre elles d'échanger sa place avec l'autre en ce qui concerne les avantages économiques découlant de la propriété de différents titres. En d'autres termes, les parties conviennent d'échanger les rendements économiques *totaux* de leurs actifs sous-jacents respectifs, qui continuent d'être légalement et véritablement détenus par chaque détenteur initial. À la fin du swap, la valeur économique totale de la propriété de chaque actif sous-jacent pendant la période est mesurée et compensée, une partie effectuant un paiement en espèces à l'autre partie du montant qui mettrait les deux parties dans la position dans laquelle elles auraient été si chacune avait possédé l'actif sous-jacent de l'autre pendant la

période du swap. L'actif sous-jacent peut être une obligation, un panier de titres négociés en bourse, un prêt ou une participation spécifique. À titre d'exemple, un actionnaire possédant des actions ordinaires d'une société ouverte peut conclure un swap sur rendement total avec un détenteur d'obligations à l'égard d'une obligation d'une valeur équivalente rapportant des intérêts au taux TIOL plus 3 %. Pendant la période de swap, l'actionnaire aurait droit aux intérêts perçus sur l'obligation, tandis que le détenteur de l'obligation aurait droit aux rendements globaux des actions ordinaires (plus-value en capital et tout revenu généré par des dividendes ou des distributions) durant cette période. À la fin de la période d'échange, le détenteur d'obligations effectue un paiement en espèces à l'actionnaire, ou l'actionnaire effectue un paiement en espèces au détenteur d'obligations, afin de placer chacun d'entre eux dans la position économique dans laquelle il se serait trouvé si chacun avait été propriétaire de l'actif de l'autre.

L'un des avantages d'un swap est de séparer le risque associé à la propriété réelle. Dans l'exemple, l'actionnaire conserve la propriété des actions ordinaires sous-jacentes de la société ouverte et transfère au détenteur de l'obligation le risque lié à une baisse de la valeur des actions ordinaires. Par conséquent, et en supposant que l'investisseur n'est pas exposé à un risque de crédit, l'actionnaire a la possibilité d'obtenir un rendement du TIOL plus 3 % au cours de la période, le détenteur d'obligations assumant le risque que le cours de l'action diminue. Le détenteur d'obligations, quant à lui, renonce au TIOL plus 3 % d'intérêt sur les obligations échangées qu'il possède, en échange du droit de recevoir le bénéfice découlant de la hausse du prix de l'action (plus tout dividende ou autre distribution sur l'action pendant la période). Comme pour tout instrument financier, les parties à un swap de rendement total sont exposées au risque que la contrepartie ne soit pas solvable ou devienne insolvable, en plus des risques et avantages que chaque partie prend en charge aux termes des conditions commerciales du swap.

Cette structure comporte deux conséquences essentielles : il n'y a pas de transfert de propriété de l'un ou l'autre des actifs sous-jacents à la contrepartie du swap, et une partie au swap peut bénéficier d'un effet de levier en n'ayant pas à payer le prix d'achat de l'actif sous-jacent pour tirer parti des avantages économiques de la propriété de cet actif. Cet effet de levier accru peut accroître la volatilité du marché et le risque systémique.

Les cadres canadiens et américains qui régissent les informations à fournir reposent sur des définitions juridiques de propriété véritable et de contrôle. Les produits dérivés réglés en espèces, tels qu'un swap sur rendement total, n'entraînent aucun changement de la propriété juridique ou véritable de l'actif sous-jacent, bien qu'ils transfèrent l'intérêt économique réel de cet actif à la contrepartie du swap. Par conséquent, des questions de propriété cachée et de vote nu peuvent être soulevées.

En vertu des règles canadiennes actuelles, les exigences en matière de déclaration de la propriété véritable s'appliquent sur la base de la propriété véritable ou présumée, ou du contrôle ou de la direction de 10 % ou plus d'une catégorie de titres avec droit de vote ou de titres de participation. Les swaps sur rendement total, les autres produits dérivés et tout autre accord qui constitue un équivalent économique de la propriété, de l'acquisition ou de la cession d'actions de la même catégorie doivent également être déclarés par le détenteur lorsque le seuil de déclaration a déjà été atteint sur la base de la propriété véritable ou présumée, ou du contrôle des titres ou de l'emprise sur ceux-ci. Toutefois, à l'heure actuelle, ces équivalents économiques de la propriété ne sont généralement pas pris en compte pour déterminer si le seuil de déclaration est atteint. Par exemple, une partie peut détenir un intérêt économique supérieur à 10 % dans des actions ordinaires d'une société ouverte à l'aide d'un certain nombre de swaps sur rendement total, mais peut ne pas être soumise à des exigences en matière de déclaration en ce qui concerne cet intérêt économique si elle n'a pas effectivement la propriété véritable, le contrôle des titres de la même catégorie ou une emprise sur ceux-ci. Toutefois, pour déterminer la propriété véritable d'un titre, ou le contrôle ou l'emprise sur celui-ci, les investisseurs doivent tenir compte des directives des

ACVM selon lesquelles un investisseur qui est parti à un swap sur actions ou à des produits dérivés similaires peut, dans certaines circonstances, être *réputé* avoir la propriété véritable des titres comportant un droit de vote ou titres de capitaux propres en question, ou exercer un contrôle ou une emprise sur ceux-ci, lorsque l'investisseur peut, par les voies officielles ou non, obtenir les titres comportant un droit de vote ou 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.

En 2013, les ACVM ont proposé des modifications afin d'exiger que les investisseurs incluent les « positions sur des produits dérivés sur actions », qui sont essentiellement équivalentes sur le plan économique à des participations en actions classiques, dans le calcul de leur niveau de détention pour déterminer si des exigences en matière de déclaration s'appliquent. Toutefois, à la lumière des commentaires des participants au marché, les ACVM ont finalement décidé de ne pas donner suite à cette proposition. Voici quelques-unes des préoccupations exprimées à l'époque :

- les répercussions potentiellement préjudiciables ou involontaires de l'obtention de positions sur des produits dérivés sur actions, comme l'entrave à la capacité d'un investisseur à accumuler ou à réduire rapidement une position importante et le signalement des stratégies de placement au marché;
- la complexité et la difficulté de l'application d'un nouveau seuil de déclaration selon le système d'alerte ce qui concerne les produits dérivés équivalents à des actions;
- le fardeau administratif et de conformité important lié à la mise en œuvre d'exigences en matière de déclaration supplémentaires.

Conclusion

La situation d'Archegos met en évidence certains risques que la propriété cachée et l'absence d'informations à fournir sur les produits dérivés peuvent faire courir aux marchés, car la concentration des investissements à laquelle Archegos a pu s'exposer n'a jamais été divulguée et le dénouement de ces positions a entraîné une volatilité accrue sur le marché et une pression à la baisse sur les actions concernées. Cependant, la solution à ce problème d'informations à fournir sur les produits dérivés n'est pas simple. L'adoption d'obligations d'information plus strictes augmenterait les coûts de conformité et pourrait nuire à la liquidité du marché. Avec le regain d'intérêt de la SEC pour ces questions et la volonté du groupe de travail de réévaluer certaines modifications au système d'alerte, il sera intéressant de voir si d'autres examens ou changements seront effectués au Canada.

[1] La « propriété cachée » s'entend de l'utilisation de produits dérivés pour obtenir une exposition économique à des sociétés ouvertes, tout en évitant l'obligation d'informer le public, et ainsi exercer une influence sur ces sociétés et les votes des actionnaires sur une base non divulguée. Un « vote nu » survient lorsque le détenteur d'un droit de vote rattaché à une action réduit ou élimine ses intérêts financiers dans cette action en ayant recours à des produits dérivés ou à des mécanismes de prêt de titres tout en cherchant à influencer le résultat du vote des actionnaires.

[2] En vertu des règles canadiennes, les « investisseurs institutionnels admissibles » peuvent également fournir des informations selon le régime plus permissif 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 de faire la déclaration de la propriété une fois par mois, dans les dix jours suivant la fin du mois. En outre, la période de réflexion ne s'applique pas aux achats de titres supplémentaires.