

Des changements progressifs au cours d'une année historique à l'égard de l'activité des marchés des capitaux

13 DÉCEMBRE 2021 19 MIN DE LECTURE



Expertises Connexes

- [Marchés financiers](#)

Auteurs(trice): [James R. Brown](#), [Amelia Miao](#), [Desmond Lee](#), [Michael Innes](#), [Rosalind Hunter](#), [Andrea Whyte, c.r.](#), [Trevor R. Scott](#), [François Paradis](#)

L'évolution du droit des valeurs mobilières au Canada s'est poursuivie toute l'année 2021. Un certain nombre de changements ont été mis en œuvre ou proposés pour réduire l'incertitude, créer une plus grande efficacité ou harmoniser les règles ou l'interprétation de ces règles, en vue d'améliorer l'efficacité des marchés financiers canadiens. Le terme « historique » a souvent été utilisé pour décrire les niveaux d'activité des marchés des capitaux en 2021. Les volumes d'opérations à l'égard des PAPE et des offres subséquentes ont continué à atteindre des niveaux jamais vus depuis la veille de la crise financière mondiale, malgré les vents contraires persistants de la pandémie de COVID-19. Comme nous l'avons vu dans notre article intitulé *Des personnes, une planète et le rendement : adopter les facteurs ESG*, les questions environnementales, sociales et de gouvernance (« ESG ») ont été placées sous les projecteurs et ont suscité un intérêt considérable de la part de la communauté des investisseurs et des organismes de réglementation des valeurs mobilières. Nous pensons que les questions ESG continueront à gagner en importance en 2022 et dans les années à venir.

Le rapport final du Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario (le « Groupe de travail ») a été présenté au gouvernement de l'Ontario en janvier 2021 et a proposé un certain nombre de recommandations importantes. En octobre 2021, le gouvernement de l'Ontario a donné suite à son engagement de promulguer une nouvelle loi pour mettre en œuvre les recommandations du rapport et a publié pour commentaires un nouveau projet de *Loi sur les marchés financiers*. Le rapport a été accueilli avec un mélange d'éloges et de réserves et il reste à voir comment les recommandations du Groupe de travail et un certain nombre d'autres initiatives politiques proposées et en cours seront traitées par le gouvernement de l'Ontario et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») dans l'année à venir.

Nous examinons ci-dessous les développements les plus notables de l'année en matière de réglementation des marchés des capitaux. D'autres développements connexes sont couverts dans nos articles intitulés *La gouvernance d'entreprise se transforme* et *Décodage de la cryptomonnaie – clarification de la réglementation pour les entreprises de cryptoactifs*.

Législation et réglementation sur les valeurs mobilières

1. Les répercussions de la COVID-19 sur les marchés financiers

Alors que les restrictions liées à la pandémie ont commencé à s'alléger et que les gens ont repris lentement le cours des choses du début de 2020, les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières ont continué à surveiller les répercussions de la pandémie de COVID-19 sur les émetteurs et les investisseurs. Les prolongations des délais de dépôt accordées par les autorités de réglementation des valeurs mobilières et les bourses de valeurs mobilières dans les premiers jours de la pandémie en 2020 ont expiré et les émetteurs ont été tenus d'effectuer les dépôts selon le cours normal des activités et dans les délais prévus. Les organismes de réglementation ont mis l'accent sur la nécessité pour les émetteurs de fournir des informations particulières sur l'incidence de la pandémie sur leurs activités, leurs opérations et leur capital, ainsi que des informations claires sur les risques pour l'émetteur en cas de poursuite de la pandémie.

En février 2021, les ACVM ont publié [les résultats](#) de leur examen ciblé de l'impact de la COVID-19 sur les activités des émetteurs, et ont constaté que la majorité des émetteurs avaient fourni des informations détaillées et de qualité. Les ACVM ont également souligné qu'elles s'attendent à ce que les émetteurs adaptent leurs informations aux défis, risques et impacts financiers particuliers qu'ils rencontrent en raison de la pandémie de COVID-19. Une [étude de la CVMO](#) a également révélé que la pandémie a eu une incidence importante sur les investisseurs particuliers.

2. Des changements sur les marchés financiers à l'horizon? Les rapports du Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers de l'Ontario

Le 22 janvier 2021, le Groupe de travail a [publié son rapport final](#) (le « Rapport final »). Le Rapport final présente un large éventail de recommandations en réponse au mandat du groupe de travail, qui était d'« examiner la situation actuelle des marchés financiers de l'Ontario » et qui vise à moderniser et à améliorer l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers de l'Ontario. La publication du Rapport final a suivi la publication du rapport de consultation du 9 juillet 2020, à l'égard duquel le groupe de travail a sollicité les commentaires du public au cours de l'été 2020.

Il reste à voir dans quelle mesure les recommandations seront mises en œuvre et nous nous attendons à des progrès relativement lents au cours des prochaines années, alors que le gouvernement de l'Ontario travaille avec les organismes de réglementation des autres territoires canadiens. Peu après la publication de ce rapport, les autres territoires des ACVM [ont publié leur réponse](#) au Rapport final, suggérant que le travail d'élaboration et de mise en œuvre des politiques ne devrait se faire qu'après une consultation nationale et encourageant l'Ontario à adopter le système de passeport.

Pour obtenir de plus amples détails sur le Rapport final, veuillez consulter notre blogue intitulé [Ontario Capital Markets Modernization Taskforce Final Report: A set of thoughtful ideas or a blueprint for change?](#) (en anglais seulement) sur le site [osler.com](https://www.osler.com).

Le 2 octobre 2021, le gouvernement de l'Ontario a [présenté](#) un nouveau projet de *Loi sur les marchés financiers* comme prochaine étape de son engagement à moderniser les marchés financiers de l'Ontario. Le [projet de loi, un commentaire et un tableau de concordance](#) sont ouverts aux commentaires jusqu'au 21 janvier 2022.

3. Les questions ESG occupent le devant de la scène

Comme indiqué dans l'article intitulé *Des personnes, une planète et le rendement : adopter les facteurs ESG*, les questions ESG ont suscité une attention considérable en 2021, notamment celle des politiciens, des organismes de réglementation des valeurs mobilières et des investisseurs. Les ACVM ont continué à faire avancer ces questions en publiant des rapports sur la diversité des sexes au sein des conseils d'administration et des postes de cadres supérieurs (à la suite de notre propre rapport sur les pratiques de divulgation en matière de diversité, qui est à la pointe du marché – l'édition la plus récente ayant été publiée le 13 octobre 2021).

Les ACVM ont également proposé des obligations d'information liée aux questions climatiques, en vue d'obtenir des informations plus cohérentes et comparables pour faciliter les décisions en matière de placement. Le projet de *Règlement 51-107 sur l'information liée aux questions climatiques* exigerait la communication d'informations relatives aux quatre éléments fondamentaux identifiés par le Groupe de travail sur l'information financière relative aux changements climatiques, à savoir la gouvernance, la stratégie, la gestion des risques, ainsi que les mesures et cibles. Le public est invité à envoyer ces commentaires sur l'instrument proposé jusqu'au 17 janvier 2022.

4. L'approbation des prospectus est touchée par des volumes de dépôts importants

L'adoption par les ACVM d'un avis du personnel en 2020 établissant un processus harmonisé à l'échelle nationale pour le dépôt préalable et l'examen confidentiels des prospectus a été bien accueillie. Ce processus a depuis été largement utilisé pour les premiers appels publics à l'épargne et certaines offres subséquentes. Cependant, la plupart des organismes de réglementation n'avaient pas prévu le volume de dépôts confidentiels qu'ils allaient devoir traiter en raison de l'essor des opérations sur les marchés financiers canadiens.

En conséquence, certains territoires ont adopté des directives sur les pratiques exemplaires en matière de dépôts préalables de prospectus pour examen confidentiel. Les directives visent à rationaliser le processus d'examen et à garantir que les prospectus déposés au préalable de manière confidentielle répondent aux normes d'un prospectus déposé publiquement. Les directives de l'Ontario indiquent que le personnel de la CVMO fera le tri de tous les dépôts et accordera la priorité aux plus urgents, comme les acquisitions fermes et les placements sur le marché à un jour. Il en découle que certains examens confidentiels dans le cadre des dépôts préalables prennent plus de temps que les 10 jours ouvrables initialement prévus.

En outre, la CVMO a également mis à jour ses normes de service de manière générale. La norme d'examen des prospectus prévoit l'envoi d'une première lettre de commentaires dans les 10 jours ouvrables pour un prospectus ordinaire et dans les trois jours ouvrables pour un prospectus simplifié pour « au moins 80 % de tous les dépôts reçus ».

Les émetteurs et les preneurs fermes doivent toutefois tenir compte des retards potentiels à l'égard des examens et des autorisations lorsqu'ils planifient le calendrier de leurs placements (pour les dépôts confidentiels et publics).

5. Simplification des obligations d'information continue

Dans le cadre de leurs efforts pour réduire le fardeau réglementaire, en mai 2021, les

ACVM ont proposé des modifications aux obligations d'information continue pour les émetteurs assujettis qui ne sont pas des fonds d'investissement. La proposition vise (i) à simplifier et à clarifier certaines obligations d'information dans le rapport de gestion et la notice annuelle pour les émetteurs assujettis qui ne sont pas des fonds d'investissement, (ii) à supprimer certaines obligations redondantes ou qui ne sont plus applicables, (iii) à regrouper les états financiers, le rapport de gestion et, le cas échéant, la notice annuelle dans un seul document d'information appelé « déclaration d'information annuelle » aux fins de l'information annuelle et « déclaration d'information intermédiaire » aux fins de l'information intermédiaire, et (iv) à introduire un petit nombre de nouvelles obligations pour combler les lacunes en matière d'information.

Les révisions proposées au Règlement 51-102 ont fait l'objet d'une période de commentaires qui s'est terminée en septembre. Sous réserve de la clôture du processus de commentaires et de la réception des approbations requises, les modifications finales devraient être publiées en septembre 2023 et entrer en vigueur le 15 décembre 2023.

6. Informations non conformes aux IFRS (non conformes aux PCGR) – la nouvelle règle entre enfin en vigueur

Après plus de deux ans et demi de propositions et de commentaires concernant l'adoption d'un projet de règlement sur l'utilisation de mesures non conformes aux PCGR, les ACVM ont publié de nouvelles obligations d'information sur l'utilisation de mesures non conformes aux PCGR et d'autres mesures financières, le 27 mai 2021. Le nouveau Règlement 52-112 sur l'information concernant les mesures financières non conformes aux PCGR et d'autres mesures financières (le « Règlement 52-112 ») est entré en vigueur en août 2021 à l'égard des émetteurs assujettis. Il s'appliquera aux documents déposés pour un exercice se terminant le 15 octobre 2021 ou après.

Le Règlement 52-112 a modifié l'approche des mesures non conformes aux PCGR en remplaçant les directives non contraignantes (auparavant énoncées dans l'Avis 52-306 du personnel des ACVM) par un règlement officiel ayant force de loi. Bien que le règlement soit généralement cohérent avec les directives, il comporte des précisions et des élargissements des directives que les émetteurs ont tout intérêt à prendre en compte dans le cadre de la communication d'information continue les concernant. Par exemple, les ACVM précisent dans l'instruction générale qui le concerne que le Règlement 52-112 s'applique à l'émetteur assujetti à l'égard de l'information qu'il présente sur les sites Web et les médias sociaux. En outre, le Règlement 52-112 permet aux émetteurs assujettis d'intégrer par renvoi certains rapprochements et autres informations de leurs rapports de gestion annuels et intermédiaires lorsqu'ils choisissent de ne pas inclure les rapprochements et autres informations requis dans le document même contenant les mesures non conformes aux PCGR (comme un communiqué de presse).

Pour obtenir de plus amples détails sur le Règlement 52-112, veuillez consulter notre bulletin d'actualités Osler intitulé Comprendre les récents changements apportés à l'information concernant les mesures financières non conformes aux PCGR et d'autres mesures financières sur le site [osler.com](https://www.osler.com).

7. Un mariage parfait? Les organismes de réglementation veulent regrouper les OAR

À la suite de la publication du document de consultation de 2020 des ACVM visant à recueillir des commentaires sur le cadre réglementaire des organismes d'autoréglementation (les « OAR ») au Canada, les ACVM ont annoncé leur projet de création d'un nouvel OAR unique

qui regroupera les fonctions exercées par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (la « MFDA »). Les ACVM ont créé un comité de travail intégré chargé d'établir la nouvelle structure de l'OAR regroupé et de superviser une nouvelle structure de gouvernance.

Les ACVM ont fait savoir qu'elles s'attendaient à ce que le nouvel OAR facilite l'accès du public à un plus large éventail de produits et de services d'investissement, et ce, de façon plus rentable. On s'attend également à ce que l'OAR regroupé permette aux courtiers de réaliser des économies. Nous pensons toutefois que la mise en œuvre de l'OAR regroupé nécessitera beaucoup de temps et d'efforts.

8. Faciliter la levée de capitaux... potentiellement

En 2021, nous avons constaté des progrès continus dans les efforts des ACVM pour rendre la levée de capitaux plus efficace à l'égard des petits et moyens émetteurs.

Après avoir proposé de nouvelles règles sur le financement participatif en 2020 qui visaient à harmoniser et à remplacer un certain nombre de règles locales en vigueur dans certaines provinces, les ACVM ont adopté un nouveau règlement harmonisé à l'échelle nationale, le *Règlement 45-110 sur les dispenses de prospectus et d'inscription pour financement participatif des entreprises en démarrage*. Le nouveau règlement s'appuie sur le cadre disparate existant créé par un règlement multilatéral, ainsi que des ordonnances générales, qui étaient précédemment en vigueur. Le règlement porte également le montant maximal pouvant être levé sur une période de 12 mois à 1,5 M\$ (il était de 500 000 \$ auparavant). Les montants individuels pouvant être investis par un souscripteur à l'occasion d'un placement passent par ailleurs à 2 500 \$, ou à 10 000 \$ dans le cas où un courtier inscrit lui aurait prodigué des conseils quant à la convenance du placement.

En juillet 2021, les ACVM ont également proposé une nouvelle dispense de prospectus pour les émetteurs inscrits à la cote d'une bourse canadienne. La nouvelle dispense permettrait aux émetteurs assujettis depuis au moins 12 mois de déposer un document de placement simplifié pour compléter leur dossier d'information. Elle permettrait également à l'émetteur de réunir annuellement jusqu'à 5 M\$ ou 10 % de sa capitalisation boursière, selon le plus élevé des deux montants, jusqu'à concurrence de 10 M\$. Les actions distribuées aux termes de la dispense seraient librement négociables. Bien que des modifications au Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus aient été proposées et qu'une période de commentaires ait pris fin, il n'est pas certain que les modifications mettant en œuvre la nouvelle dispense seront adoptées.

Dans le but d'offrir plus de souplesse pour la levée de capitaux, les organismes de réglementation des valeurs mobilières de l'Alberta et de la Saskatchewan ont introduit deux nouvelles dispenses de prospectus. La première dispense autorise les ventes à des investisseurs qui certifient qu'ils possèdent certaines connaissances dans les domaines de la finance et des placements et qui reconnaissent qu'ils comprennent les risques liés aux placements. Sous réserve de certaines exceptions pour les placements dans des émetteurs cotés sur une bourse canadienne, les investisseurs autocertifiés sont limités à des investissements de 10 000 \$ dans un seul émetteur et de 30 000 \$ dans plusieurs entreprises par an.

La deuxième dispense a été proposée pour permettre aux entreprises en démarrage et aux autres petites entreprises d'accéder plus facilement aux capitaux. Elle permettra à ces entreprises de réunir jusqu'à 5 M\$ au moyen d'un document d'offre simplifié auprès d'investisseurs de ces provinces qui ne seraient pas autrement admissibles à d'autres dispenses de prospectus.

9. Acquisition significative ou activité principale? Les ACVM cherchent à harmoniser leur approche à l'égard des émetteurs au stade du PAPE

En août 2021, les ACVM ont proposé des clarifications à l'Instruction générale relative au Règlement 41-101 qui visent à harmoniser l'interprétation des exigences relatives aux états financiers à l'égard des prospectus ordinaires. Les interprétations incohérentes des différents territoires des ACVM en ce qui concerne l'application des règles relatives au traitement des entreprises acquises (qu'elles soient traitées comme une « acquisition significative » ou considérées comme l'« activité principale » de l'émetteur) ont conduit les émetteurs à faire face à un accroissement des délais, des coûts et de l'incertitude à l'égard de l'approbation d'un prospectus. Plus particulièrement, les émetteurs ayant procédé à une acquisition ont été tenus de présenter trois années complètes d'états financiers audités, ainsi qu'un rapport de gestion à l'égard de l'entreprise acquise, ou d'obtenir une dispense, ce qui n'est pas toujours possible.

La nouvelle proposition fournit des indications supplémentaires sur ce qui constitue une activité principale et une entité remplacée aux fins des exigences en matière d'états financiers. Si elles sont adoptées, nous nous attendons à ce que les modifications proposées entraînent une diminution du nombre de demandes de dispense à l'égard des états financiers d'une entreprise acquise dans le contexte d'un premier appel public à l'épargne canadien. Dans notre lettre de commentaires (en anglais seulement) adressée aux ACVM, nous avons félicité les ACVM pour les progrès réalisés en vue d'harmoniser l'approche à l'échelle nationale et nous les avons encouragées à adopter rapidement les révisions.

10. La British Columbia Securities Commission propose de réglementer l'activité promotionnelle

Le 26 mai 2021, la British Columbia Securities Commission (la « BCSC ») a publié un projet de règlement intitulé British Columbia Instrument 51-519 – Promotional Activity Disclosure Requirements sur les exigences de divulgation des activités promotionnelles, qui établirait un cadre pour la divulgation de telles activités. Le projet de règlement vise à améliorer la transparence des renseignements mis à la disposition des investisseurs, tout en aidant la BCSC à repérer et à tenir responsables les émetteurs et les personnes qui mènent des activités promotionnelles posant problème.

Le projet de règlement s'applique à l'« activité promotionnelle » (*promotional activity*) qui englobe un large éventail d'actions, notamment les déclarations orales d'un promoteur lors d'un événement commercial ou d'une réunion d'investisseurs, la publication de documents écrits comme des courriels ou des bulletins d'information, et la diffusion sur les médias sociaux. S'il est adopté, le nouveau règlement exigera également une certaine communication d'information au moment de l'activité promotionnelle, y compris le nom de la personne retenue pour mener l'activité promotionnelle, la rémunération fournie à cette personne, la question de savoir si la personne possède des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet de l'activité promotionnelle et la divulgation des plateformes ou autres supports par lesquels l'activité promotionnelle aura lieu. Un émetteur qui a retenu une autre personne pour mener des activités promotionnelles sera chargé de veiller à ce que ces activités soient menées conformément au projet de règlement.

Les émetteurs émergents seront assujettis à une obligation supplémentaire à l'égard de la publication d'un communiqué de presse annonçant la participation d'une personne pour mener des activités promotionnelles ainsi que certains détails à l'égard de cette participation. Les émetteurs émergents seront également tenus de divulguer les composantes de leurs activités promotionnelles dans leur rapport de gestion intermédiaire et annuel lorsque les

dépenses totales consacrées aux activités promotionnelles dépassent 10 % de leurs dépenses d'exploitation totales.

Certaines personnes sont exclues du projet de règlement, notamment les administrateurs, les dirigeants et les employés d'un émetteur lorsqu'ils mènent des activités promotionnelles pour cet émetteur. Le projet de règlement a fait l'objet d'une période de commentaires qui est maintenant terminée et la BCSC n'a pas encore indiqué comment elle entendait procéder à l'égard de celui-ci.

Une évolution continue est prévue

Comme les ACVM poursuivent leur examen du paysage réglementaire et continuent de proposer des moyens de réaliser des gains d'efficacité pour les émetteurs et pour les autres participants aux marchés financiers, il est probable que le paysage réglementaire des valeurs mobilières continuera d'évoluer en 2022. Bon nombre de ces domaines seront directement touchés par les efforts continus visant à moderniser la réglementation canadienne sur les valeurs mobilières et à réduire le fardeau réglementaire, en particulier lorsque le gouvernement de l'Ontario poursuivra son examen des recommandations du Groupe de travail.