

4 MARS 2020

Vous avez demandé du changement? Et bien...sachez que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières s'affairent à remanier les règles

Auteurs : [David Wilson](#) et [Robert S. Murphy](#)

Renonçant au *statu quo*, les autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières se proposent maintenant de plier les règles d'hier à la réalité des pratiques et des marchés financiers d'aujourd'hui. Ces dernières années, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») et d'autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont évalué, et commencent maintenant à proposer, un large éventail d'initiatives visant à réduire le fardeau réglementaire des émetteurs, des personnes inscrites et d'autres participants au marché. La CVMO a publié sa dernière mise à jour concernant ces initiatives en novembre 2019 dans un rapport intitulé *Réduire le fardeau réglementaire sur les marchés financiers de l'Ontario* (en anglais seulement) (le « Rapport de la CVMO »).

Davies a joué un rôle de premier plan dans ces initiatives d'allègement. La majorité de celles visant les sociétés ouvertes qui sont énoncées dans le Rapport de la CVMO entérine des recommandations formulées par Davies ou répond à des préoccupations que nous avons soulevées auprès des autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières. Nous avons également proposé un certain nombre de changements significatifs destinés à moderniser et à simplifier la réglementation en valeurs mobilières, changements qui pourraient être mis en œuvre dans le cadre d'initiatives menées à une étape ultérieure. Les initiatives proposées vont-elles révolutionner la réglementation? Non, nous n'en dirions pas tant (pas même pour rendre le titre de notre article plus accrocheur). Cela étant, ces initiatives signalent un début d'évolution vers une modernisation du régime de réglementation canadien des valeurs mobilières.

Contexte

Au cours des dernières années, les autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières se sont préoccupées avant tout de trouver des moyens d'alléger le fardeau réglementaire sans compromettre la protection des investisseurs. Les ACVM se sont attelées à cette tâche en 2017 avec la publication du Document de consultation 51-404 des ACVM (le « Document de consultation des ACVM »). À la suite de cette consultation, les ACVM ont dégagé six projets de politique destinés à réduire le fardeau réglementaire des émetteurs assujettis (qui ne sont pas des fonds d'investissement) aux termes de la législation canadienne en valeurs mobilières ([Mise à jour des ACVM concernant la réduction du fardeau réglementaire](#)). En janvier 2019, a fait suite à cette mise à jour l'avis 11-784 du personnel de la CVMO, *Réduction du fardeau* (le « [Document de consultation de la CVMO](#) », en anglais seulement), à savoir la consultation publique que la CVMO a menée de son côté sur les initiatives de réduction du fardeau réglementaire. Les observations recueillies – tirées de 69 lettres de commentaires, de trois tables rondes publiques et de plus de 30 consultations menées auprès d'associations sectorielles et de comités consultatifs – sous-tendent les recommandations du Rapport de la CVMO. Y sont également reflétés les constats découlant de l'initiative relative à la réduction du fardeau menée parallèlement par les ACVM. Fait à noter, le Rapport de la CVMO n'est que la première étape qui s'inscrit dans le plan en cinq points de l'Ontario visant à améliorer l'efficacité des marchés financiers. Au soutien de ce plan, le gouvernement de l'Ontario a également annoncé d'autres plans ayant pour objet de moderniser le cadre réglementaire des valeurs mobilières afin de le rendre plus adaptable à l'innovation et à l'évolution rapide du marché. Le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers soumettra ses recommandations sur cette nouvelle étape à l'automne 2020.

Dans le présent article, nous nous concentrons surtout sur le Rapport de la CVMO, qui brosse le portrait le plus récent et le plus complet de l'état d'avancement des travaux et des projets des autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières en matière de réduction du fardeau réglementaire. La majorité des recommandations du Rapport de la CVMO, bien qu'elles visent d'abord et avant tout les marchés financiers de l'Ontario, sont susceptibles d'application à l'échelle nationale. De plus, bon nombre de ces recommandations

recourent les projets de réduction du fardeau précédemment annoncés par les ACVM. Avec ses quelque 100 initiatives possibles, le Rapport de la CVMO fournit un riche aperçu des types d'initiatives qu'il est possible de réaliser à l'intérieur et à l'extérieur de ces projets de politiques. Cependant, le Rapport de la CVMO fournit peu de détails sur chacune de ces initiatives, nous forçant à conjecturer sur la façon dont elles seront mises en œuvre, le cas échéant.

Aperçu du Rapport de la CVMO

Le Rapport de la CVMO comprend un ensemble d'initiatives destinées à simplifier la réglementation canadienne en valeurs mobilières et à accroître l'efficacité des marchés financiers canadiens. Certaines d'entre elles se rapportent spécifiquement aux règles et processus que la CVMO a décidé de mettre en œuvre à l'égard des marchés financiers de l'Ontario (appelées « décisions »). Les autres sont des initiatives que la CVMO a recommandées, ou recommandera, à d'autres; celles-ci sont appelées « recommandations », car leur mise en œuvre nécessitera l'accord et la concertation des autres membres des ACVM (ou du gouvernement de l'Ontario). Bien que certaines de ces « recommandations » soient propres à l'Ontario, la plupart d'entre elles ont pour but de modifier la réglementation en valeurs mobilières qui a fait (ou devrait faire) l'objet d'une harmonisation à l'échelle du pays et nécessiteront, par conséquent, un consensus au sein des membres des ACVM.

Au total, plus de 100 décisions et recommandations portant sur des initiatives possibles sont formulées dans le Rapport de la CVMO. Elles sont classées par catégorie de parties prenantes : les sociétés ouvertes; les fonds d'investissement; les personnes inscrites; les marchés, les chambres de compensation; et les participants au marché des dérivés. Une catégorie générale est consacrée aux initiatives qui touchent de nombreux participants au marché et concernent la CVMO de manière générale. Dans le présent article, nous limitons nos commentaires aux initiatives – tant générales que spécifiques – qui auraient une incidence sur les sociétés ouvertes; la plupart d'entre elles ont une date cible de mise en œuvre qui tombe avant la fin de l'année en cours.

L'un des aspects importants de l'initiative de réduction du fardeau de la CVMO réside dans l'évaluation plus fine qu'elle fait de ses règles. Afin de décider quelles préoccupations liées au fardeau réglementaire devaient être priorisées et comment y donner suite, la CVMO a suivi le principe fondamental selon lequel les coûts et les autres restrictions limitant les activités commerciales et d'investissement des participants au marché devraient être proportionnels à l'importance de l'objectif réglementaire qu'on cherche à atteindre. Ainsi, la réglementation devrait être :

- mesurée (c'est-à-dire que le fardeau doit être en rapport avec l'avantage qu'on compte en tirer);
- adaptée, en évitant les approches universelles lorsque cela est possible et en tenant compte de l'incidence qu'elle peut avoir sur les entités selon leur taille ou leur modèle commercial;
- souple, sachant qu'il peut exister de nombreux moyens d'atteindre les objectifs réglementaires et qu'il est souhaitable de tenir compte des observations des parties prenantes pour arriver à une solution optimale;
- réactive, grâce à des mises à jour fréquentes qui soutiennent l'innovation et le dynamisme des marchés financiers en Ontario, mais qui assurent le respect des objectifs de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (par exemple, la protection des investisseurs, l'efficacité des marchés, la confiance dans le marché et la stabilité financière).

Principales initiatives ayant une incidence sur les participants au marché

Le Rapport de la CVMO contient 13 décisions et recommandations qui, si elles étaient mises en œuvre, auraient une incidence sur tous les participants au marché. Ces initiatives sont axées sur (1) la réduction du temps et des frais consacrés à la conformité et de la confusion entourant celle-ci; (2) la réduction du temps et des frais associés à l'examen et à l'approbation réglementaires; (3) l'amélioration du processus d'élaboration des règles; et (4) l'accès, par les participants au marché, à de l'information pertinente plus rapidement et plus facilement.

Appliquer à l'avenir un processus rigoureux d'évaluation de la proportionnalité dans le cadre de l'élaboration des règles

Parmi les décisions névralgiques de la CVMO, on compte celle consistant à étendre l'évaluation rigoureuse de la proportionnalité à l'ensemble du processus futur d'élaboration des règles. S'y ajoute une décision de la CVMO (et une recommandation aux ACVM) portant sur l'amélioration de la clarté et de la cohérence des futures règles, politiques et directives. Bien qu'il s'agisse uniquement de principes, ce sont ces changements qui devraient entraîner, à terme, les allègements du fardeau réglementaire les plus significatifs. Nous partageons le point de vue de la CVMO selon lequel l'approche idéale en matière de réglementation repose sur une combinaison équilibrée de règles fondées sur des principes, de règles normatives et de lignes directrices. Bien entendu, en pratique, trouver le juste équilibre n'est jamais facile.

Accorder à la CVMO le pouvoir de rendre des ordonnances générales

À la suite d'une autre recommandation formulée par la CVMO dans son rapport, le gouvernement de l'Ontario a récemment modifié la *Loi sur les valeurs mobilières* afin d'autoriser la CVMO à accorder des dispenses à l'égard d'une catégorie entière de personnes ou de titres, entre autres. Davies avait proposé l'adoption d'un tel pouvoir « de dispense générale » dans ses commentaires sur le Document de consultation de la CVMO (la « [Lettre de commentaires de Davies](#) », en anglais seulement). L'attribution de ce pouvoir d'accorder des dispenses générales (plutôt que des dispenses visant un seul participant au marché) change la donne et met la CVMO sur un pied d'égalité avec les autres autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières qui disposent déjà de ce pouvoir. Lorsque le besoin de modifier des règles se fait sentir, il s'écoule un long moment avant que les changements ne se reflètent dans la loi. Ce nouveau pouvoir permet à la CVMO d'être plus souple et réactive et d'émettre des dispenses générales comme mesures provisoires préalables à la codification des changements.

Principales initiatives touchant l'ensemble des participants au marché

Le Rapport de la CVMO contient 13 décisions et recommandations supplémentaires qui visent spécifiquement les sociétés ouvertes et ont pour but de répondre à des préoccupations sous-jacentes relatives à l'examen des prospectus; aux déclarations de placement avec dispense; aux ordonnances d'interdiction d'opérations sur valeurs; à la mobilisation de capitaux sur les marchés financiers avec dispense; aux documents d'information continue; à la transmission électronique de documents; et aux exigences applicables aux placements au moyen d'un prospectus. Le processus de consultation de la CVMO a permis de dégager six autres préoccupations d'ordre général se rapportant au fardeau réglementaire; cependant, la CVMO ne s'attaque à la résolution d'aucune d'elles à ce moment-ci.

La plupart des initiatives visant les sociétés ouvertes sont susceptibles d'engendrer des avantages substantiels pour les marchés financiers canadiens. Deux d'entre elles font déjà l'objet de propositions de règles officielles – la première pour permettre les placements « au cours du marché » (sans qu'il soit nécessaire d'obtenir une dispense au préalable); la seconde, pour diminuer le nombre de cas dans lesquels les émetteurs assujettis doivent déposer des états financiers relativement à des entreprises acquises. Une autre initiative a déjà été mise en œuvre (l'examen confidentiel préalable au dépôt de l'information technique sur les projets miniers). Bien que le Rapport de la CVMO fournisse peu de détails sur les autres initiatives destinées spécifiquement aux sociétés ouvertes, certaines d'entre elles méritent néanmoins d'être mentionnées.

Permettre l'examen confidentiel d'un prospectus préalablement à son dépôt

La CVMO va de l'avant avec un programme visant à permettre l'examen confidentiel d'un prospectus avant l'annonce du placement. Sa mise en œuvre est actuellement prévue à l'été 2020. Fait à noter, l'examen confidentiel préalable au dépôt ne serait pas limité aux premiers appels publics à l'épargne (les « PAPE ») ou à un type particulier d'émetteur ou de prospectus. Par conséquent, la portée de cet examen serait considérablement plus large que l'examen confidentiel préalable au dépôt de l'information technique relative aux projets miniers que la CVMO a adopté à l'été de 2019.

Cette initiative répond en partie à une préoccupation que nous avons soulevée au sujet du risque de retard et d'incertitude et, partant, du risque associé à la clôture des placements qu'engendre le processus d'examen des prospectus. Pour y remédier, nous avons proposé (entre autres choses) l'instauration d'un examen confidentiel préalable au dépôt qui porterait sur l'information véritablement susceptible d'entraîner des retards. L'adoption de cette recommandation par la CVMO nous encourage. Cependant, nous pensons qu'il y aurait place à plus d'amélioration encore grâce à une simplification du processus d'examen des prospectus simplifiés, qui serait axé sur l'information

propre au placement en cause et non sur le dossier d'information continue existant de l'émetteur (en l'absence d'erreur manifeste). Les détails de cette proposition figurent dans la Lettre de commentaires de Davies.

Rendre les placements au moyen d'un prospectus plus intéressants sur le plan économique pour les émetteurs

Les travaux relatifs à cette initiative ayant pour but de rendre les placements au moyen d'un prospectus plus économiques ont commencé à l'automne 2018, et la mise en œuvre de nouvelles règles est prévue pour l'automne 2020. Bien qu'aucune ligne de conduite particulière n'ait été précisée, les six suggestions présentées comme des possibilités donnent une bonne idée de la portée et des retombées possibles de cette initiative. La plupart de ces suggestions coulent de source, comme la simplification des exigences d'information applicables aux prospectus et des exigences administratives relatives au dépôt. Cependant, les deux suggestions présentées ci-après pourraient modifier plus en profondeur les pratiques canadiennes en matière de commercialisation et de réalisation des placements publics :

- **instaurer une procédure d'autorisation « automatique » au moyen d'un prospectus préalable.**¹ Semblable à la procédure dont peuvent se prévaloir les émetteurs connus bien établis (*well-known seasoned issuers*) pour inscrire des placements publics aux États-Unis, cette nouvelle procédure permettrait à des émetteurs déterminés de faire autoriser le placement de montants indéterminés de titres au moyen d'un prospectus préalable (sans examen préalable des autorités de réglementation ni autre retard).
- **élargir la dispense permettant de « sonder le terrain » au Canada.** Un élargissement récent de la dispense équivalente aux États-Unis permet à tout émetteur de communiquer avec des investisseurs institutionnels qualifiés afin de sonder leur intérêt à participer à un placement public avant le dépôt d'une déclaration d'inscription (prospectus) se rapportant au placement en question. Par contraste, selon la dispense actuellement en vigueur au Canada, il n'est possible de sonder l'intérêt des investisseurs que dans le cadre d'un PAPE.²

Moderniser les exigences relatives à la transmission de documents concernant les émetteurs

Les ACVM ont accouché de cette initiative en janvier 2020, avec la publication d'un document de consultation sur un possible modèle d'accès tenant lieu de transmission. Selon ce modèle, il y aurait transmission du prospectus ou de tout autre document pertinent conformément à la législation canadienne en valeurs mobilières dès que celui-ci serait mis à la disposition du public.³ Les ACVM indiquent que ce modèle pourrait servir à la remise de différents types de documents; cependant, comme première étape, elles s'interrogent sur l'opportunité de prioriser la mise en œuvre de ce modèle à l'égard seulement des prospectus, des états financiers et du rapport de gestion.

Fait à noter, Davies a été le premier, en juillet 2017, à recommander un modèle d'accès tenant lieu de transmission à l'égard des prospectus dans ses commentaires sur le Document de consultation des ACVM.⁴ S'il était mis en œuvre, ce modèle contribuerait de façon substantielle à moderniser la façon dont les documents sont mis à la disposition des investisseurs, ferait gagner du temps, réduirait considérablement les coûts pour les émetteurs et taxerait moins l'environnement.

Éviter les exigences qui sont inutiles ou font double emploi pour les notices annuelles et les rapports de gestion

Outre sa date cible de mise en œuvre (automne 2020), aucun autre détail n'a été fourni au sujet de cette initiative visant à éliminer les exigences d'information relatives aux notices annuelles et aux rapports de gestion qui sont inutiles ou font double emploi. Cependant, l'objectif est limpide. Pourtant simple dans son concept, cette initiative se fait attendre depuis longtemps et, si sa mise en œuvre est adéquate, elle sera bien reçue par les marchés financiers canadiens. Dans la Lettre de commentaires de Davies, nous avons proposé un certain nombre d'exigences qui seraient susceptibles d'être passées à la trappe. Afin d'alléger davantage le fardeau lié aux exigences de présentation de l'information, nous avons également proposé qu'il soit permis de faire renvoi aux notes des états financiers, dans la mesure applicable, afin de mettre en contexte les éléments dont il est fait état dans le rapport de gestion.

Les absents

Il y a également lieu de mentionner que brillent par leur absence dans le Rapport de la CVMO un certain nombre d'initiatives visant à réduire le fardeau réglementaire qui avaient été précédemment soulevées, soit par des membres des ACVM, soit par des participants au marché.

Bon nombre des initiatives omises tombent dans l'une des six catégories de préoccupations sous-jacentes que la CVMO a choisi de laisser de côté pour le moment, mais qu'elle pourrait de nouveau prendre en considération à l'avenir moyennant un examen plus approfondi. Prenons par exemple la recommandation de Davies selon laquelle les ACVM devraient établir de nouveaux moyens, plus modernes, pour permettre à un émetteur de « faire une déclaration générale » de faits importants le concernant – la politique des ACVM actuellement en vigueur prévoit uniquement l'emploi d'un communiqué de presse à cette fin, pratique qui n'est plus en phase avec ce qui se fait aux États-Unis. La CVMO se penche actuellement sur la question de savoir s'il y a lieu de mettre à jour ses directives à cet égard, mais elle ne prévoit pas terminer cet examen avant la fin de 2021.

De plus, il subsiste un grand nombre de préoccupations soulevées par des parties prenantes que la CVMO ne s'est pour l'instant pas engagée à examiner plus avant. Bien que la plupart des propositions formulées par Davies aient été retenues par la CVMO, certaines ne l'ont pas été, dont les suivantes :

- mettre de l'ordre dans les exigences inutiles ou inapplicables des règles de commercialisation canadiennes;
- mettre fin au décalage grandissant entre les pratiques et procédures relatives aux placements des États-Unis et du Canada;
- supprimer ou limiter les déclarations de placement avec dispense;
- réduire et simplifier les exigences de dépôt de déclarations d'initié;
- supprimer les autres exigences de dépôt archaïques qui n'ont plus de raison d'être.

Bien que ces questions soient absentes des décisions et recommandations du Rapport de la CVMO, nous espérons que certaines ou la totalité d'entre elles feront l'objet d'initiatives futures de réduction du fardeau réglementaire. Et si on s'offrait un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières qui soit le plus moderne du monde? L'inaccessible étoile! nous direz-vous, mais telle est notre quête.

¹ En réponse au Document de consultation des ACVM de 2017, Davies a été le premier et le seul cabinet à recommander aux ACVM l'adoption d'une procédure d'autorisation « automatique » au moyen d'un prospectus préalable. À notre avis, une telle procédure constituerait une solution de rechange avantageuse à la procédure actuelle de dépôt de prospectus préalable au Canada, car elle atténuerait les pressions défavorables sur les prix exercées par l'excédent dans le marché associé aux prospectus préalables non attribués.

² L'élargissement de la dispense canadienne permettant de sonder l'intérêt des investisseurs réglerait les problèmes découlant de l'application des règles de commercialisation excessivement rigides du Canada dans le cadre de placements transfrontaliers (il existe un décalage évident, et parfois problématique, entre l'approche canadienne et celle, plus moderne, que permet la législation américaine en valeurs mobilières) et de placements réalisés au Canada seulement (où, sauf dans le contexte d'un PAPE, les restrictions canadiennes en matière de commercialisation limitent sévèrement les efforts permettant de sonder l'intérêt des investisseurs).

³ Plus particulièrement, il y aurait transmission réputée une fois que (i) le document a été déposé auprès des autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières compétentes et affiché sur le site Web de l'émetteur et (ii) qu'un communiqué de presse indiquant que le document est disponible électroniquement et qu'il est possible d'obtenir une copie imprimée sur demande a été publié.

⁴ Au soutien de celui-ci, nous avons avancé que la remise d'une copie imprimée d'un prospectus constituait une exigence arbitraire et un fardeau inutile étant donné le niveau d'accès élevé à Internet au Canada. De plus, l'obligation de transmission d'une copie imprimée est incompatible avec les principes qui sous-tendent le régime du prospectus simplifié, selon lequel la quasi-totalité des renseignements essentiels sur l'émetteur figure dans des documents qui sont intégrés par renvoi et ne sont jamais remis à l'investisseur.

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.