

Document de consultation 51-406 des ACVM *Modernisation de la réglementation des sociétés à capital ouvert*

Le 16 juillet 2026

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) sont déterminées à ce que le contexte réglementaire canadien s'aligne sur les besoins changeants des investisseurs, des émetteurs assujettis et des autres acteurs de marché. Et pour que les marchés publics prospèrent au Canada, ce contexte doit être équilibré et adaptable afin de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture tout en maintenant la protection des investisseurs.

À cette fin, nous continuons d'envisager différents moyens de soutenir un encadrement réglementaire des émetteurs assujettis¹ qui facilite l'accès au capital, favorise la compétitivité des marchés des capitaux du Canada² et protège adéquatement les investisseurs. Parmi les exemples de gestes récemment posés pour y arriver, citons notamment les suivants :

- l'octroi de dispenses qui autorisent les émetteurs émergents admissibles à opter pour un régime d'information financière semestrielle;
- l'élargissement des limites de la dispense de prospectus pour financement de l'émetteur coté;
- la levée de certaines obligations de prospectus et d'information afin de faciliter le premier appel public à l'épargne;
- l'instauration d'une dispense de prospectus visant les placements réalisés par les nouveaux émetteurs assujettis³;
- la mise en œuvre, pour les émetteurs établis bien connus, d'un régime accéléré qui simplifie la collecte de capitaux⁴;

¹ Le présent document de consultation porte sur les émetteurs assujettis qui ne sont pas des fonds d'investissement.

² L'un des aspects fondamentaux de l'objectif stratégique 1 énoncé dans le Plan d'affaires 2025-2028 des ACVM consiste à soutenir le développement au Canada de marchés des capitaux concurrentiels.

³ Le 17 avril 2025, nous avons publié l'Ordonnance générale concertée 41-930 *relative aux dispenses de certaines obligations reliées au prospectus et de certaines obligations d'information*, l'Ordonnance générale concertée 45-930 *relative à la dispense de prospectus pour les nouveaux émetteurs assujettis* et l'Ordonnance générale concertée 45-933 *relative à la dispense du plafond d'investissement applicable sous le régime de la dispense de prospectus pour placement au moyen d'une notice d'offre afin d'exclure les réinvestissements*. Puis, le 14 mai 2025, nous avons publié l'Ordonnance générale concertée 45-935 *relative à la dispense de certaines conditions de la dispense pour financement de l'émetteur coté*. Enfin, le 19 mars 2026, nous avons publié l'Ordonnance générale concertée 51-933 *relative aux dispenses permettant les rapports semestriels pour certains émetteurs émergents*.

⁴ Le 28 août 2025, nous avons publié les modifications de la Norme canadienne 44-102 sur le *placement de titres au moyen d'un prospectus préalable* (la **Norme canadienne 44-102**) mettant en œuvre un régime de prospectus préalable accéléré pour les émetteurs établis bien connus au Canada.

- l'organisation d'initiatives ciblées pour l'élaboration d'un modèle d'accès aux documents d'information continue⁵.

Ces mesures s'inscrivent dans notre objectif pluriannuel de modernisation de notre cadre réglementaire. Elles comportent chacune leurs propres critères d'admissibilité et modalités et trouvent appui sur des obligations d'information continue et d'autres mécanismes de protection des investisseurs.

Le présent document de consultation (le **document de consultation**) sollicite les commentaires des intervenants sur les possibilités qui se présentent pour moderniser les sphères suivantes de la législation en valeurs mobilières en ce qui concerne les émetteurs assujettis :

- A) **Réglementation proportionnelle** : Nous souhaitons recueillir les avis sur la question de savoir si la méthode actuelle de distinction entre émetteurs émergents et non émergents en fonction de leur inscription à la cote continue d'atteindre les résultats escomptés, ou si une approche révisée permettrait de mieux soutenir la réglementation proportionnelle.
- B) **Obligations d'information financière de rechange** : Nous cherchons à savoir si nous devrions envisager d'autoriser une sous-catégorie d'émetteurs émergents à choisir d'établir leurs états financiers selon un mode de rechange en matière de présentation d'information dans les états financiers, par exemple, une application modifiée de certains aspects des Normes IFRS de comptabilité.
- C) **Délais de conservation des titres de placement privé des émetteurs assujettis** : Nous voulons savoir si nous devrions réexaminer la nécessité d'imposer des délais de conservation des titres d'émetteurs assujettis qui sont placés sous le régime d'une dispense de prospectus, ou s'il faudrait y apporter des modifications.
- Nous réfléchissons également à l'opportunité d'instaurer une nouvelle dispense de prospectus qui autoriserait des émetteurs assujettis admissibles à placer des titres non subordonnés à un délai de conservation auprès de certains acquéreurs institutionnels qualifiés par l'entremise de courtiers inscrits, sous réserve de certaines conditions. Nous sollicitons des commentaires sur ce projet de dispense, notamment pour déterminer s'il pourrait élargir l'accès au capital.
- D) **Déclarations de changement important** : Nous cherchons à déterminer si l'obligation de déclaration de changement important, dans sa forme actuelle, demeure appropriée dans le contexte du marché d'aujourd'hui, ainsi qu'à trouver éventuellement des moyens de réduire ou d'éliminer la redondance existante.
- E) **Faits nouveaux aux États-Unis** : Nous aimerions recevoir des commentaires sur les conséquences des récentes déclarations et propositions publiées par la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la **SEC**) et l'éventualité de les prendre en compte dans nos projets réglementaires.
- F) **Commentaires d'ordre général** : En plus des questions mentionnées précédemment, nous souhaitons recueillir toute autre suggestion de modification ou d'initiative qui permettrait de rehausser la capacité des émetteurs assujettis à réunir des capitaux ainsi

⁵ Le 25 juin 2026, nous avons publié des modifications visant la mise en œuvre d'un modèle d'accès aux états financiers annuels, aux rapports financiers intermédiaires et aux rapports de gestion correspondants des émetteurs assujettis qui ne sont pas des fonds d'investissement. Sous réserve des approbations requises, les modifications définitives entreront en vigueur le 22 septembre 2026.

que d'accroître l'efficacité des marchés des capitaux du Canada, et ce, en prenant en considération la protection des investisseurs.

Par la présente, nous lançons une consultation de 120 jours où tous les intéressés sont invités à nous transmettre leur point de vue. Nous examinerons les commentaires ayant trait à tous les éléments abordés dans le présent document de consultation afin d'orienter les prochaines étapes. Nous évaluerons notamment s'il serait justifié de modifier des règles, d'en élaborer de nouvelles ou de prendre d'autres mesures réglementaires⁶. Si la situation le justifie, nous pourrions recourir à notre pouvoir d'accorder des dispenses par voie d'une ordonnance générale en temps opportun. Cependant, nous publierons tout projet de nouvelle règle ou de modification de règle pour consultation officielle dans le cadre du processus réglementaire.

Propositions

A. Réglementation proportionnelle

Contexte

Les marchés publics du Canada ont une structure qui leur est propre. Ils comptent environ 3 000 émetteurs cotés et affichent une capitalisation boursière totale se rapprochant de 6 billions de dollars. On y observe également une divergence marquée entre le nombre d'émetteurs et la distribution de la capitalisation boursière. Approximativement 76 % des émetteurs inscrits sont émergents, et 24 %, non émergents⁷. Il y a une forte concentration de la capitalisation boursière chez un nombre relativement restreint de grands émetteurs : quelque 12 % des émetteurs atteignent une capitalisation boursière supérieure à 1 milliard de dollars et occupent la grande majorité de la valeur de marché globale. Cette structure de marché sert de base aux questions soumises à la consultation ci-après, notamment celles à savoir si l'inscription à la cote demeure le critère adéquat pour départager les émetteurs quant à l'information à fournir, et s'il faudrait envisager des solutions de rechange ou mieux adaptées en matière de réglementation proportionnelle.

De façon générale, la législation en valeurs mobilières impose des obligations adaptées aux émetteurs assujettis qui répondent à la définition d'« émetteur émergent ». Selon la Norme canadienne 51-102 sur les *obligations d'information continue* (la **Norme canadienne 51-102**), l'« émetteur émergent » est un émetteur assujetti qui n'est pas un émetteur de la catégorie supérieure de la CSE et n'a aucun de ses titres inscrit à la cote de la Bourse de Toronto, de Cboe Canada Inc., d'un marché américain ou d'un marché à l'extérieur du Canada ou des États-Unis d'Amérique (les **États-Unis**), à l'exception de l'*Alternative Investment Market* du *London Stock Exchange* ou de l'AQSE Growth Market exploité par Aquis Stock Exchange Limited, ou coté sur un de ces marchés.

La distinction entre émetteurs émergents et non émergents, qui repose actuellement sur l'inscription à la cote de leurs titres ou le fait que l'émetteur est un émetteur assujetti dont les titres ne sont inscrits à la cote d'aucune bourse, reflète l'objectif réglementaire sous-jacent consistant à simplifier et à adapter les obligations d'information des émetteurs émergents de façon proportionnelle à leur taille et à leur stade de développement. Ce modèle a pour but d'aligner ces

⁶ Nous continuerons de suivre les évolutions à l'échelle internationale, notamment les propositions récentes de la SEC mentionnées dans le présent document de consultation, afin d'étayer notre réflexion sur la manière de réduire le fardeau réglementaire et de faciliter l'accès des émetteurs assujettis au capital sans nuire à la protection des investisseurs.

⁷ En mars 2026.

obligations sur les besoins et les attentes des investisseurs en vue de prendre des décisions éclairées à l'égard des émetteurs émergents, tout en faisant que les obligations réglementaires demeurent appropriées et gérables pour les émetteurs dans leurs premiers stades de développement⁸.

Par le passé, la distinction fondée sur l'inscription à la cote fournissait transparence et certitude aux émetteurs et aux investisseurs, car la bourse à laquelle l'émetteur est inscrit correspondait généralement à son stade de développement. De plus, elle offrait au marché un degré de stabilité en faisant cadrer les obligations d'information continue avec la surveillance au niveau de la bourse. Elle était en outre assez simple à appliquer.

Cependant, les marchés des capitaux du Canada poursuivent leur évolution, caractérisée par :

- l'expansion du marché des émetteurs émergents et des bourses le servant;
- le nombre limité de grands émetteurs matures, notamment dans les secteurs d'activité nouveaux ou spécialisés, qui demeurent inscrits à la cote de bourses de croissance en dépit de leur taille et de leur complexité;
- des cas d'émetteurs perdant leur statut d'émetteur émergent lorsqu'ils obtiennent une inscription secondaire à la cote de marchés boursiers, souvent à l'extérieur du Canada et des États-Unis, qui n'entrent pas dans la définition d'émetteur émergent.

En outre, nous avons noté que certains grands émetteurs, particulièrement ceux qui n'émettent que des titres de créance, sont catégorisés parmi les émetteurs émergents, car leurs titres ne sont inscrits à la cote d'aucune bourse.

Les circonstances énoncées précédemment soulèvent des questions quant à savoir si la distinction actuelle entre émetteurs émergents et non émergents demeure pertinente. Elles font également ressortir l'importance de continuer à évaluer si la réglementation est toujours proportionnelle et adaptée aux réalités actuelles du marché et aux besoins des investisseurs.

Solutions possibles

Bien que nous puissions maintenir le cadre actuel, nous sollicitons également des commentaires sur les solutions possibles décrites ci-dessous pour soutenir la réglementation proportionnelle :

a) Solution A – Maintenir la solution actuelle, avec des ajustements ciblés

- Si le modèle actuel fondé sur l'inscription à la cote était maintenu, les obligations incombant aux émetteurs émergents dépassant certains seuils pourraient être rehaussées, ou celles visant de petits émetteurs non émergents, allégées (par exemple, les obligations relatives à l'information concernant la gouvernance, à l'information sur la rémunération de la direction ou aux déclarations d'acquisition d'entreprise).

⁸ D'autres pays ont adopté des solutions différentes en matière de réglementation proportionnelle. Aux États-Unis, par exemple, les émetteurs sont classés selon le flottant et les produits des activités ordinaires, et sont assujettis à des obligations d'information et à des seuils de transition proportionnés à leur stade de croissance. Certains émetteurs américains peuvent bénéficier d'obligations d'information proportionnées s'ils réunissent les critères du « petit émetteur assujéti » (*smaller reporting company*) ou de la « société en croissance émergente » (*emerging growth company*).

- Cette solution permettrait des changements progressifs afin de répondre aux préoccupations les plus pressantes en matière de proportionnalité, tout en conservant le cadre simple établi de longue date pour les émetteurs et les investisseurs.
- Dans le cadre de cette solution, nous pourrions évaluer si les émetteurs devraient conserver leur statut d'émetteur émergent lorsqu'ils obtiennent une inscription secondaire à la cote d'un marché ne répondant pas à la définition d'« émetteur émergent ».

b) Solution B – Instaurer des critères propres à l'émetteur pour déterminer son statut

- La définition d'« émetteur émergent » pourrait être modifiée de sorte que le statut de l'émetteur soit établi non pas par l'inscription à la cote, mais plutôt par des paramètres financiers ou fonctionnels mesurables (par exemple, l'actif, les produits des activités ordinaires, la capitalisation boursière, le flottant) évalués à certains moments précis (par exemple, annuellement).
- Cette solution se rapprocherait davantage de certains cadres internationaux, comme celui des États-Unis, qui classe les émetteurs selon le flottant et les produits des activités ordinaires.

c) Solution C – Exiger que les émetteurs émergents dépassant certains seuils de taille migrent vers une bourse à grande capitalisation

- Les émetteurs dépassant des seuils définis, applicables par exemple à l'un des paramètres indiqués ci-dessus, seraient tenus de retirer leur inscription de la cote d'une bourse ou dans un groupe d'émetteurs émergents et de migrer vers une bourse ou un groupe d'émetteurs non émergents.
- Cette solution maintiendrait une distinction nette entre les bourses et les groupes d'émetteurs émergents et ceux d'émetteurs non émergents, tout en faisant que les émetteurs de plus grande envergure ou complexité soient soumis aux exigences réglementaires applicables aux émetteurs non émergents.
- Pour y arriver, il faudrait qu'on apporte des modifications aux politiques et aux exigences en matière d'inscription des bourses canadiennes, et donc que celles-ci étudient et mettent en œuvre tout changement connexe.

Questions en vue de la consultation

- A1. La méthode actuelle de distinction entre émetteurs émergents et non émergents en fonction de l'inscription à la cote demeure-t-elle le critère adéquat pour départager les émetteurs assujettis selon l'ampleur des obligations dont ils font l'objet? Autrement dit, devrait-on maintenir le statu quo? Veuillez motiver votre réponse. Si vous souscrivez au changement, laquelle des trois solutions préconisez-vous, le cas échéant, et pourquoi?
- A2. Quels autres facteurs influent sur la décision d'un émetteur assujetti de maintenir son inscription à la cote d'une bourse de croissance ou d'un autre type de marché boursier? En particulier, dans quelle mesure les émetteurs à grande capitalisation demeurent inscrits à une bourse de croissance en raison des obligations d'information moindres applicables aux émetteurs émergents? Veuillez donner des détails, notamment les facteurs les plus importants qui orientent les émetteurs dans le choix d'une bourse.

A3. Questions relatives à la solution A :

- a) Faudrait-il étendre aux petits émetteurs non émergents certaines obligations applicables spécifiquement aux émetteurs émergents, comme des obligations allégées en matière d'information sur la gouvernance, d'information sur la rémunération de la direction ou de déclaration d'acquisition d'entreprise? Dans l'affirmative, lesquelles et pour quelles raisons? Y a-t-il d'autres obligations s'ajoutant à celles que nous avons énumérées?
- b) Inversement, y a-t-il des aspects des obligations imposées aux émetteurs non émergents qui devraient viser les émetteurs émergents de grande envergure ou complexes? Dans l'affirmative, lesquels et pour quelles raisons?
- c) Faudrait-il tenir compte des inscriptions à la cote de bourses étrangères dans l'évaluation du statut d'émetteur émergent ou non émergent? Veuillez motiver votre réponse.
- d) Est-ce que certaines bourses étrangères ou certains marchés étrangers en particulier devraient être considérés comme l'équivalent de marchés canadiens de capital de risque ou d'émetteurs non émergents aux fins de détermination du statut d'émetteur émergent? Veuillez motiver votre réponse.
- e) Est-ce que d'autres aménagements devraient être consentis aux petits émetteurs émergents?

A4. Questions relatives à la solution B :

- a) Quels seraient les seuils ou critères les plus appropriés? Pourraient figurer parmi les éléments à prendre en considération les produits des activités ordinaires, le total des actifs, la capitalisation boursière, le flottant ou d'autres facteurs.
- b) À quel moment les paramètres indiqués précédemment devraient-ils faire l'objet d'une évaluation, et à quelle fréquence le statut de l'émetteur devrait-il être révisé pour empêcher ce dernier d'osciller entre le statut d'émetteur émergent et celui de non émergent?
- c) Comment concevoir cette solution de manière à tenir compte des petits émetteurs non émergents ou des grands émetteurs émergents afin de favoriser efficacement la proportionnalité? Par exemple, faudrait-il adapter encore davantage les obligations d'information de l'émetteur assujetti applicables au sein des catégories d'émetteur émergent et d'émetteur non émergent?
- d) Devons-nous tenir compte d'autres facteurs ou conséquences sur les marchés dans notre analyse de cette solution?

A5. Questions relatives à la solution C :

- a) Sur quels critères paramétrés faudrait-il s'appuyer pour déterminer si l'émetteur devrait être tenu de migrer d'une bourse ou d'un groupe d'émetteurs émergents vers une bourse ou un groupe d'émetteurs non émergents? Veuillez motiver votre réponse.
- b) Devons-nous tenir compte d'autres facteurs ou conséquences sur les marchés dans notre analyse de cette solution?

A6. Existe-t-il des aspects dans d'autres régimes réglementaires à l'international, ou encore des solutions de rechange ou hybrides non décrites précédemment, qui pourraient orienter le cadre canadien? Dans l'affirmative, veuillez donner des précisions.

B. Obligations d'information financière de rechange

Contexte

Certains acteurs de marché nous ont fait savoir que, pour certains petits émetteurs émergents, les coûts de conformité liés à la présentation d'états financiers selon certains aspects des Normes IFRS de comptabilité pourraient désormais excéder les avantages qu'elle procure aux investisseurs. Parmi les motifs invoqués figurent les suivants :

- **Jugements et estimations complexes** : Les émetteurs sont souvent tenus de formuler des estimations ou des jugements importants dans l'application de certains aspects des Normes IFRS de comptabilité, notamment en ce qui concerne l'évaluation de la juste valeur ou la division d'instruments financiers. Ces éléments comptables complexes nécessitent souvent une expertise interne ou le recours à des conseillers externes, et la préparation de l'information connexe requise peut poser des défis pour les petits émetteurs. Ces mêmes éléments peuvent également faire augmenter les frais d'audit.
- **Fréquence et portée des modifications** : Les émetteurs émergents disposant de ressources limitées pourraient peiner à suivre, à interpréter et à mettre en œuvre les fréquentes modifications apportées aux normes comptables, y compris les modifications corrélatives aux méthodes comptables et aux informations à fournir.

D'aucuns ont également fait valoir que les investisseurs de certains émetteurs émergents peuvent faire une utilisation différente des états financiers, et que les décisions d'investissement chez quelques-uns d'entre eux reposent moins sur les éléments d'information figurant dans les états financiers. Par conséquent, des investisseurs doutent que les obligations actuelles en matière de présentation d'états financiers soient bien adaptées à certains émetteurs émergents.

Solution possible

Nous cherchons à savoir si nous devrions envisager d'autoriser une sous-catégorie d'émetteurs émergents à choisir d'établir leurs états financiers selon un mode de rechange en matière de présentation d'information dans les états financiers, par exemple, une application modifiée de certains aspects des Normes IFRS de comptabilité qui établirait un bon équilibre entre la réduction du fardeau et la protection des investisseurs.

Questions en vue de la consultation

B1. Devrions-nous réexaminer les obligations de présentation d'information dans les états financiers pour une sous-catégorie d'émetteurs émergents?

- a) Dans l'affirmative, quels résultats ou améliorations seraient escomptés?
- b) Dans la négative, pourquoi considérez-vous que les obligations actuelles demeurent appropriées ou nécessaires pour l'ensemble des émetteurs, quelle que soit leur taille?

B2. Quelles caractéristiques (par exemple, le stade de développement, la complexité de l'exploitation, le secteur d'activité, le niveau de produits des activités ordinaires ou la fréquence du financement) faudrait-il prendre en considération pour déterminer les émetteurs

émergents pouvant être admissibles à un mode de rechange ou proportionnel en matière de présentation d'information dans les états financiers?

- B3. Quelles exigences ou informations à fournir selon les Normes IFRS de comptabilité posent les plus grands défis aux émetteurs émergents en fait de coût ou de complexité? Par exemple, existe-t-il des normes ou des types d'information qui nécessitent la formulation de jugements importants, la réalisation d'une évaluation externe ou le concours de conseillers spécialisés?
- B4. En votre qualité d'investisseur, quels aspects des états financiers d'un émetteur émergent importent le plus dans votre processus décisionnel, et quels sont les moins pertinents? Veuillez motiver votre réponse.
- B5. Quels autres éléments devrions-nous prendre en considération pour déterminer si un mode de rechange ou proportionnel en matière de présentation d'information dans les états financiers pourrait convenir à certains émetteurs émergents?
- B6. Existe-t-il, dans d'autres régimes réglementaires à l'international, des aspects relatifs aux obligations d'information financière dont nous devrions tenir compte? Dans l'affirmative, veuillez donner des précisions.

C. Délais de conservation des titres de placement privé des émetteurs assujettis

Contexte

De façon générale, la réglementation en valeurs mobilières au Canada prévoit que tous les placements de titres doivent être réalisés au moyen d'un prospectus, sauf dans les cas où une dispense de cette obligation est ouverte. La majorité des titres placés sous le régime d'une dispense de prospectus est soumise à des restrictions à la revente et, en général, ne peuvent pas être revendus tant que celles-ci ne sont pas levées, sauf si une autre dispense de prospectus s'applique.

Selon la Norme canadienne 45-102 sur la *revente de titres* (la **Norme canadienne 45-102**), les titres de l'émetteur assujetti sont soumis à une période de restriction ou d'acclimatation, comme suit :

- les titres faisant l'objet d'une période de restriction doivent être détenus par le souscripteur ou l'acquéreur pendant au moins quatre mois à compter de la date du placement, à la condition que l'émetteur soit émetteur assujetti et qu'il l'ait été au cours des quatre mois précédant l'opération visée (le **délai de conservation**);
- les titres soumis à une période d'acclimatation doivent être détenus par le souscripteur ou l'acquéreur tant que l'émetteur n'est pas émetteur assujetti et l'a été au cours des quatre mois précédant l'opération visée.

Jusqu'à présent, l'imposition des délais de conservation a reposé sur les motifs suivants :

- prévenir la « prise ferme déguisée »⁹, à savoir le risque que des souscripteurs revendent immédiatement les titres à des investisseurs sur le marché secondaire, qui :

⁹ Voir, par exemple, le commentaire traitant de la prise ferme déguisée à l'article 3.12 (Dispense pour financement de l'émetteur coté) de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 45-106 sur les *dispenses de prospectus* (l'**Instruction complémentaire 45-106**).

- ne jouiront pas des protections réglementaires (par exemple, le droit de poursuivre, en vertu du régime de sanctions civiles prévu par la loi, l'émetteur, ses principaux intéressés, le preneur ferme et les experts pour information fausse ou trompeuse) qu'ils auraient eues s'ils avaient souscrit les titres directement auprès de l'émetteur dans le cadre d'un placement par voie de prospectus ou sous le régime d'une dispense de prospectus;
- pourraient ne pas avoir le discernement, les ressources ou la capacité à absorber une perte que possède l'investisseur autorisé à acquérir des titres sous le régime d'une dispense de prospectus, ni avoir accès à l'information qui a été transmise au souscripteur;
- protéger les investisseurs en garantissant que l'information importante au sujet de l'émetteur est accessible et communiquée au marché avant que les titres ne deviennent librement négociables;
- inciter les émetteurs à recourir au régime de prospectus en diminuant le prix que les investisseurs pourraient être disposés à payer pour les titres placés sous le régime d'une dispense de prospectus, du fait que ces derniers ne sont pas librement négociables, et ainsi faire bénéficier les investisseurs des avantages du régime de prospectus, dont le contrôle diligent accru et la possibilité d'intenter des poursuites civiles;
- faire coïncider les intérêts des investisseurs et des émetteurs en attirant des investisseurs à long terme et en assoyant l'acquisition des titres sur un objectif d'investissement;
- atténuer tout avantage potentiel sur le plan de l'information que pourrait avoir la personne acquérant des titres sous le régime d'une dispense de prospectus en exigeant qu'elle les conserve pendant une période donnée.

En 2004, la British Columbia Securities Commission (la **BCSC**) a proposé un système d'accès continu au marché en lien avec l'instauration d'un nouveau régime législatif¹⁰. Selon cette proposition, les émetteurs assujettis seraient en tout temps tenus de maintenir leur information continue à jour et de communiquer toute information importante. Ceux ayant déposé une notice annuelle se verraient dispensés des obligations de prospectus et autorisés à placer des titres auprès d'investisseurs sans document de placement, délai de conservation ni autre restriction à la revente. Cette proposition n'est pas allée de l'avant en raison de craintes suscitées par le manque d'harmonisation au sein des ACVM.

Depuis, plusieurs faits nouveaux conduisent à penser qu'il serait à propos de réexaminer la justification des délais de conservation sur le motif de l'information :

- Les progrès technologiques ont accéléré la communication de l'information aux investisseurs et son absorption par les marchés.
- Dans les dernières années, nous avons reçu des commentaires¹¹ affirmant que les délais de conservation occasionnent une grande complexité et des inefficiences considérables,

¹⁰ https://www.bsc.bc.ca/-media/PWS/Resourcs/Securities_Law/Polices/PolicyBCN/Issuers_Guide.pdf

¹¹ Voir également la page 135 du rapport final du Comité d'examen quinquennal intitulé *Reviewing the Securities Act (Ontario)*, commandé par le ministère des Finances de l'Ontario et daté du 21 mars 2003, ainsi que la recommandation 12 du *Rapport final du Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers* publié le 22 janvier 2021.

traitent différemment des titres équivalents sur le plan économique (titres nouvellement émis assujettis à des délais de conservation et titres de la même catégorie émis antérieurement qui sont librement négociables) et incitent à échauffer des transactions d'« échange » comportant des mécanismes de prêt de titres ainsi que des ventes et reventes à découvert pour éviter les délais de conservation.

- Les sanctions civiles relatives à l'information sur le marché secondaire et le régime d'information continue harmonisé contribuent à dissiper les craintes selon lesquelles les émetteurs puissent publier de l'information sélectionnée ou inexacte. Les exigences de ce régime, conjuguées aux interdictions strictes en matière d'opérations d'initié, répondent également aux préoccupations voulant que l'information fournie par les émetteurs ne soit pas solide, ou que des personnes susceptibles de bénéficier le plus de la souscription de titres directement auprès de l'émetteur prennent des décisions d'investissement en possession d'information non rendue publique.

Nous savons que, par le passé, certains intervenants ont avancé que quelques-uns des motifs justifiant le délai de conservation actuel de quatre mois n'étaient peut-être plus pertinents ou appropriés, notamment ceux qui suivent :

- accorder suffisamment de temps au marché pour absorber l'information avant que les titres ne soient librement négociables;
- inciter les émetteurs à se prévaloir du régime de prospectus.

Bien que les consultations antérieures n'aient pas permis de dégager un consensus sur la question de la révision ou de l'élimination du régime des délais de conservation, nous avons utilisé l'information recueillie pour élaborer la dispense pour financement de l'émetteur coté prévue à la Partie 5A de la Norme canadienne 45-106 sur les *dispenses de prospectus* (la **Norme canadienne 45-106**).

L'instauration de certaines nouvelles dispenses de prospectus accordant une plus grande importance au dossier d'information continue de l'émetteur, comme la dispense pour financement de l'émetteur coté, reflète le fait que la majorité des investisseurs achètent des titres sur le marché secondaire sur la foi de l'information continue de l'émetteur, plutôt que de celle présentée dans le prospectus.

En outre, selon la rubrique 1.5 du Plan d'affaires 2025-2028 des ACVM, il faut déterminer s'il existe des cas où le délai de conservation des titres de placement privé pourrait être réduit pour certains émetteurs.

Solutions possibles

a) Réexaminer le régime des délais de conservation applicable aux émetteurs assujettis

Nous cherchons à savoir si nous devrions mener une révision complète des délais de conservation des titres d'émetteurs assujettis émis sous le régime d'une dispense de prospectus.

Questions en vue de la consultation

C1. Devrions-nous réexaminer le régime des délais de conservation applicable actuellement aux émetteurs assujettis? Veuillez motiver votre réponse.

C2. Advenant un réexamen de ce régime :

- a) Devrions-nous envisager un système d'accès continu au marché comme celui proposé par la BCSC en 2004? Veuillez motiver votre réponse.
 - b) Quelles autres sphères de la réglementation en valeurs mobilières faudrait-il considérer relativement à l'éventuelle modification du régime des délais de conservation?
- C3. Quels avantages les émetteurs assujettis et leurs investisseurs tirent-ils actuellement du délai de conservation de quatre mois? En quelles circonstances? Un délai de conservation différent serait-il plus approprié pour maintenir ces avantages?
- C4. La dispense pour financement de l'émetteur coté autorise l'émetteur assujetti à émettre des titres librement négociables sans prospectus. Existe-t-il d'autres circonstances dans lesquelles il conviendrait d'autoriser cet émetteur à placer des titres sans délai de conservation, par exemple s'il a déposé une notice annuelle et atteste qu'il n'y a aucune information importante inconnue du public ou si les investisseurs se voient conférer un droit d'action rehaussé sous le régime de sanctions civiles relatives à l'information fournie, de façon analogue aux droits rattachés à l'information fournie dans le prospectus?
- C5. Advenant un réexamen de la nécessité des délais de conservation pour les émetteurs assujettis, quelle en serait l'incidence sur le recours au prospectus et sur les avantages découlant du contrôle diligent en lien avec le prospectus, notamment par les preneurs fermes et les experts?
- C6. Il existe des différences entre le régime de sanctions civiles pour information fausse ou trompeuse dans le prospectus, sur le marché primaire, et celui visant certains documents d'information continue, sur le marché secondaire. Par exemple, le régime pour le marché secondaire ne s'applique pas, de façon générale, aux preneurs fermes, et la responsabilité est moindre. En outre, il est généralement nécessaire de demander l'autorisation du tribunal pour intenter une action en vertu de ce régime. Ces différences pourraient-elles influencer les émetteurs assujettis dans les mesures prises pour veiller à ce que l'information présentée soit juste, équilibrée et non trompeuse? Veuillez motiver votre réponse.

b) Dispense pour acquéreur institutionnel qualifié

En plus de la consultation sur les délais de conservation applicables aux émetteurs assujettis en général, nous sollicitons des commentaires préliminaires sur une possible nouvelle dispense de prospectus (la **dispense pour acquéreur institutionnel qualifié**)¹² pour les placements réalisés par les émetteurs assujettis canadiens cotés auprès d'acquéreurs institutionnels qualifiés (voir ci-après) par l'intermédiaire de courtiers inscrits. Selon les commentaires reçus, nous pourrions envisager de proposer ou de mettre en œuvre cette dispense.

La dispense pour acquéreur institutionnel qualifié vise à accroître la faculté des émetteurs canadiens cotés à amasser des capitaux auprès d'investisseurs institutionnels. On a rapporté par ailleurs que la capacité de certains de ces investisseurs à acquérir des titres soumis à des restrictions à la revente est parfois limitée. Nous nous attendons à ce que cette dispense facilite la collecte de capitaux chez les émetteurs assujettis ainsi que les prises de participation chez les investisseurs institutionnels canadiens ainsi contraints par de telles limites.

¹² Le projet de dispense pour acquéreur institutionnel qualifié pourrait être mise en place initialement par voie d'une ordonnance générale, et, en définitive, prendre la forme d'une modification réglementaire (par exemple, la modification de la Norme canadienne 45-106 ou la prise d'une nouvelle règle).

En outre, dans certaines provinces, la dispense pour acquéreur institutionnel qualifié éliminerait le traitement différentiel des conditions de revente entre placements privés auprès d'investisseurs au Canada et placements privés auprès d'investisseurs à l'étranger. Plus précisément, dans ces provinces¹³, les titres placés sous le régime de certaines dispenses locales de prospectus sont librement négociables, à la condition que l'émetteur et les intermédiaires prenant part au placement puissent raisonnablement conclure que ces titres resteront ultimement en possession des investisseurs à l'étranger. Des acteurs de marché ont indiqué que ces dispenses pour placement hors du Canada pourraient créer des inégalités au détriment des investisseurs et des courtiers canadiens, car les placements réalisés auprès d'investisseurs canadiens sous le régime de dispenses de prospectus actuelles, comme la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés, sont assortis de restrictions à la revente, même si l'émetteur et les intermédiaires peuvent raisonnablement conclure que les titres resteront ultimement en possession d'investisseurs ne les ayant pas acquis en vue de les placer.

Nous considérons les paramètres suivants relativement à la dispense pour acquéreur institutionnel qualifié :

1. L'émetteur devrait être un émetteur assujéti canadien qui répondrait à des critères semblables à ceux à réunir pour être admissible au régime de prospectus simplifié en vertu de la Norme canadienne 44-101 sur le *placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié* (la **Norme canadienne 44-101**) ou à ceux de la dispense pour financement de l'émetteur coté, c'est-à-dire un émetteur assujéti qui :
 - ne contrevient pas à la législation en valeurs mobilières et a été émetteur assujéti dans au moins un territoire du Canada au cours des 12 mois précédant immédiatement le financement;
 - a des titres de capitaux propres inscrits à la cote d'une bourse reconnue au Canada;
 - est en activité (par exemple, il n'a pas cessé ses activités ni n'est une société de capital de démarrage ou une société d'acquisition à vocation spécifique) et n'a pas effectué récemment une transaction de restructuration avec une personne ou société qui n'était pas en activité;
 - n'est pas un fonds d'investissement;
 - a déposé tous les documents d'information occasionnelle et périodique qu'il est tenu de déposer en vertu de la législation en valeurs mobilières applicable.

¹³ En Alberta, voir la Rule 72-501, *Distributions to Purchasers Outside Alberta* (la [Rule 72-501 de l'ASC](#)); en Ontario, la Rule 72-503 de la CVMO, *Distributions Outside Canada* (la [Rule 72-503 de la CVMO](#)); au Nouveau-Brunswick, la Règle locale 72-501 de la FCNB, *Placement de valeurs mobilières auprès de personnes à l'extérieur du Nouveau-Brunswick* (la [Règle locale 72-501 de la FCNB](#)); en Colombie-Britannique, le BC Instrument 72-503, *Distribution of Securities outside British Columbia* (le [BCI 72-503](#)) et les directives figurant dans l'instruction complémentaire relative à la BC Interpretation Note 72-702, *Distribution of Securities to Persons Outside British Columbia* (la [BC Interpretation Note 72-702](#)); et en Saskatchewan, l'Exemption Order 72-901, *Trades to Purchasers Outside of Saskatchewan* (l'**Exemption Order 72-901**). Au Québec, les ordonnances de dispense peuvent être rendues en vertu de l'[article 12](#) de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Voir également la *Décision générale 2016-PDG-0093 relative à la dispense de l'obligation d'établir un prospectus pour la revente de titres à l'étranger de titres d'émetteurs canadiens*.

2. Le placement devrait être réalisé par l'intermédiaire d'un courtier inscrit (courtier en placement ou courtier sur le marché dispensé).
3. Le placement devrait être effectué auprès d'un investisseur institutionnel canadien qui serait un « acquéreur institutionnel qualifié », dont la définition pourrait correspondre à celle de « client admissible » au sens de la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (la **Norme canadienne 31-103**) ou à une sous-catégorie de cette définition qui porte sur les clients admissibles institutionnels.
4. Après avoir pris en compte les indications pertinentes des ACVM¹⁴, le courtier inscrit devrait avoir des motifs raisonnables de conclure que l'acquéreur institutionnel qualifié répond aux critères suivants, et tenir un dossier étayant cette conclusion :
 - il acquiert les titres pour son propre compte;
 - il n'acquiert pas les titres en vue de les placer ou de placer d'autres titres de même catégorie.
5. La dispense pour acquéreur institutionnel qualifié serait subordonnée à l'obligation de déposer une déclaration de placement avec dispense afin de permettre au personnel de surveiller le recours à la dispense et la conformité aux conditions dont elle est assortie.
6. Si toutes les conditions de cette dispense étaient réunies, aucun délai de conservation ne serait applicable aux titres acquis par l'acquéreur institutionnel qualifié.
7. La dispense de prospectus inclurait les habituelles conditions d'acclimatation applicables à la première opération sur les titres acquis sous le régime de la dispense (semblables à celles énoncées au paragraphe 3 de l'article 2.6 (*Période d'acclimatation*) de la Norme canadienne 45-102), soit :
 - a) l'opération visée ne constitue pas le placement d'un bloc de contrôle;
 - b) aucun effort inhabituel n'est fait en vue de préparer le marché ou de stimuler la demande pour le titre visé;
 - c) aucune commission ni autre contrepartie extraordinaire ne sont versées à l'égard de l'opération visée.

¹⁴ Les indications pertinentes seraient notamment les suivantes :

- l'article 1.7 (*Preneurs fermes*) et les indications relatives aux prises fermes déguisées énoncées à l'article 3.12 (*Dispense pour financement de l'émetteur coté*) de l'Instruction complémentaire 45-106.
- les articles 2.3 (*Placements indirects*) et 2.4 (*Surallocation*) de l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 41-101 sur les *obligations générales relatives au prospectus*.
- les indications relatives à la possession ultime figurant dans les instructions complémentaires relatives à la Rule 72-501 de l'ASC, à la Rule 72-503 de la CVMO, à la Règle locale 72-501 de la FCNB et à la BC Interpretation Note 72-702.

8. En Ontario, les documents utilisés dans le cadre du placement seraient désignés à titre de notice d'offre et emporteraient les droits d'action prévus à l'article 130.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

Questions en vue de la consultation

- C7. Est-ce qu'une dispense semblable à celle pour acquéreur institutionnel qualifié faciliterait la collecte de capitaux au Canada? Veuillez motiver votre réponse.
- C8. Souscrivez-vous à une définition de l'« acquéreur institutionnel qualifié » en phase avec la suivante?

« **client autorisé institutionnel** » : un « client autorisé » au sens de l'article 1.1 de la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*, à l'exception des personnes suivantes : a) toute personne physique; b) toute personne ou société agissant pour un compte géré d'une personne physique; c) toute personne ou société visée à l'alinéa p de cette définition, sauf si elle est un client autorisé en vertu d'un autre alinéa de cette définition; ou d) toute personne ou société visée à l'alinéa q de cette définition, sauf si elle a un actif net d'au moins 100 millions de dollars, selon ses plus récents états financiers, ou si elle est un client autorisé en vertu d'un autre alinéa de cette définition. ».

- C9. Nous proposons de restreindre le projet de dispense pour acquéreur institutionnel qualifié aux placements effectués par des investisseurs institutionnels, car il apparaît que ces investisseurs pourraient se voir limités dans les types de placements qu'ils seraient autorisés à détenir en vertu de la législation applicable et, par conséquent, être forcés d'effectuer des transactions d'« échange » leur permettant d'acquérir des titres qui ne sont pas assujettis à des restrictions à la revente. Est-ce que d'autres types d'investisseurs se trouvent dans une situation similaire? Cette dispense créerait-elle des inégalités entre les acquéreurs institutionnels qualifiés et d'autres types d'investisseurs?
- C10. Êtes-vous en faveur des critères qu'il faudrait remplir pour être émetteur qualifié (essentiellement semblables à ceux à réunir pour déposer un prospectus simplifié en vertu de la Norme canadienne 44-101 ou se prévaloir de la dispense pour financement de l'émetteur coté)?
- C11. L'émetteur assujetti recourant à la dispense pour acquéreur institutionnel qualifié devrait-il être tenu d'attester qu'il n'existe aucune information importante inconnue du public, de manière qu'il n'y ait aucun risque d'asymétrie de l'information entre cet acquéreur initial et un acquéreur subséquent au moment de la revente ?
- C12. Devrait-il y avoir des restrictions à l'octroi de la dispense, par exemple, lorsque l'investisseur a effectué une vente à découvert ou toute opération similaire portant sur des titres de la même catégorie que les titres acquis?
- C13. Soutenez-vous la condition proposée selon laquelle les placements devraient être réalisés par l'entremise d'un courtier inscrit? Veuillez motiver votre réponse. Existe-t-il une autre solution qui ne nécessiterait pas la participation d'un tel courtier? Par exemple, devrions-nous exiger que l'investisseur institutionnel fournisse à l'émetteur un certificat attestant qu'il souscrit les titres pour son propre compte sans avoir pour but de les placer?
- C14. Nous avons proposé de rendre obligatoire le dépôt d'une déclaration de placement avec dispense à l'occasion des placements sous le régime de la dispense pour acquéreur institutionnel qualifié. Êtes-vous d'accord? Pourquoi? Existe-t-il d'autres types de

déclarations que nous devrions envisager, dans la mesure où la dispense serait réservée aux investisseurs institutionnels avertis?

C15. Y a-t-il d'autres facteurs que nous devrions prendre en considération?

D. Déclarations de changement important

Contexte

Exigence fondamentale de la législation en valeurs mobilières, les émetteurs assujettis sont tenus de déclarer immédiatement tout changement important¹⁵. En particulier, lorsque survient un tel changement, ils doivent :

- a) publier et déposer sans délai un communiqué autorisé par un membre de la haute direction et exposant la nature et la substance du changement;
- b) déposer une déclaration établie selon l'Annexe 51-102A3, *Déclaration de changement important* (la **déclaration de changement important**), le plus tôt possible, mais au plus tard 10 jours après la date à laquelle survient le changement.

La Norme canadienne 51-102 prévoit un petit nombre d'exceptions à cette obligation, notamment lorsque l'information serait indûment préjudiciable aux intérêts de l'émetteur assujetti, à la condition qu'une déclaration de changement important confidentielle soit déposée.

La déclaration de changement important doit contenir certains renseignements au sujet de ce changement. Le délai de dépôt de 10 jours à laquelle elle est soumise avait pour but de donner aux émetteurs plus de temps pour rassembler les faits importants à inclure qui pourraient ne pas avoir été véhiculés dans le communiqué. Cependant, dans la plupart des cas, les émetteurs satisfont aux obligations d'information simplement en joignant à la déclaration de changement important le communiqué annonçant le changement.

Constitue une exception le cas où la déclaration de changement important porte sur une transaction de restructuration par laquelle des titres doivent être échangés, émis ou placés. En pareil cas, si l'émetteur n'a pas transmis une circulaire de sollicitation de procurations à ses actionnaires ou déposé un prospectus ou une note d'information en vue de la transaction, cette déclaration doit contenir l'information relative à chaque entité issue de la transaction, dès lors que l'émetteur assujetti avait une participation dans l'entité, conformément à la rubrique 14.2 de l'Annexe 51-102A5, *Circulaire de sollicitation de procurations*. La déclaration de changement important pourrait devoir renfermer de l'information supplémentaire sur d'autres types de transactions, comme une transaction avec une personne apparentée selon la Norme multilatérale 61-101 sur les *mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*.

Certains acteurs de marché (principalement des émetteurs émergents) ont avancé que l'obligation de déposer une déclaration de changement important est redondante et inutilement lourde pour les raisons suivantes :

¹⁵ Au sens de la Norme canadienne 51-102, « changement important » s'entend a) soit un changement dans l'activité, l'exploitation ou le capital de l'émetteur assujetti, dont il est raisonnable de s'attendre à ce qu'il ait un effet significatif sur le cours ou la valeur de l'un ou l'autre des titres de l'émetteur assujetti, b) soit une décision du conseil d'administration de mettre en œuvre un changement visé au paragraphe a, ou une décision à cet effet de la haute direction de l'émetteur assujetti s'il est probable que cette décision soit confirmée par le conseil d'administration.

- a) le changement important est dévoilé dans un communiqué avant même que la déclaration de changement important ne soit déposée;
- b) dans la plupart des cas, cette déclaration ne contient que le communiqué en pièce jointe.

Par ailleurs, nous faisons observer que, si l'un des principaux objectifs de la déclaration de changement important est de signaler au marché qu'un tel changement est survenu, bon nombre de petits émetteurs la déposent toutefois relativement à *tous* leurs communiqués, soit par précaution, soit à des fins promotionnelles. Cette pratique pourrait amoindrir cet objectif derrière l'obligation de dépôt de ces déclarations.

La déclaration de changement important joue également d'autres rôles dans le régime d'information. Par exemple, la Norme canadienne 44-102 autorise l'émetteur assujéti à s'acquitter de l'obligation de modifier un prospectus préalable de base en déposant une déclaration de changement important et en l'intégrant par renvoi dans ce prospectus, si ce changement survient à un moment où aucun titre n'est placé au moyen de ce type de prospectus. Par conséquent, toute modification de l'obligation de publication d'une déclaration de changement important devra tenir compte de cette disposition ainsi que de celles imposant l'intégration par renvoi sous le régime du prospectus simplifié.

Solutions possibles

L'une des propositions qu'on nous a soumise consisterait à supprimer l'obligation de déposer une déclaration de changement important distincte, pourvu que l'émetteur assujéti publie et dépose rapidement un communiqué indiquant expressément qu'il annonce un « changement important » et renfermant toute l'information qui aurait été autrement à fournir dans cette déclaration. La redondance et le fardeau pourraient ainsi être éliminés si le changement important pouvait être entièrement déclaré dans le communiqué. Cependant, nous reconnaissons que la déclaration de changement important, « document essentiel » pour l'application des sanctions civiles relatives au marché secondaire, a sa propre catégorie dans SEDAR+, ce qui la rend plus visible pour les investisseurs qu'un communiqué ordinaire.

Par ailleurs, bon nombre d'émetteurs, particulièrement ceux de petite taille, publient une multitude de communiqués, ce qui pourrait compliquer la tâche pour les investisseurs de reconnaître aisément ceux qui traitent d'un changement important sans devoir en examiner plusieurs.

Nous savons également qu'il existe une incertitude généralisée quant aux types d'événements qu'il y a lieu de considérer comme des changements importants. Des acteurs de marché estiment que nous devrions fournir des précisions sur les événements qu'il faudrait toujours déclarer à titre de changements importants. Par exemple, aux États-Unis, certains événements entraînent invariablement le dépôt d'un formulaire 8-K¹⁶, tels que la conclusion ou la résiliation d'une entente définitive importante hors du cours normal des activités, une faillite ou une mise sous séquestre, une acquisition ou une cession d'actifs hors du cours normal des activités, un changement de contrôle, de même que la nomination ou la démission de certains membres de la haute direction.

Nous pourrions aussi envisager d'ajouter aux obligations actuelles de dépôt de déclaration de changement important l'obligation de déposer un autre document simplifié pour certains types de changements. Soulignons que toute modification de la fréquence des documents d'information

¹⁶ Le formulaire 8-K, ou « rapport courant » (*current report*), doit être déposé auprès de la SEC par les sociétés à capital ouvert aux États-Unis afin d'annoncer un événement important.

périodique, y compris le passage aux rapports semestriels, pourrait se répercuter sur le régime de déclaration de changement important (voir la rubrique E).

Questions en vue de la consultation

- D1. Les déclarations de changement important fournissent-elles de l'information utile en temps opportun au marché, en plus de celle habituellement dévoilée dans les communiqués?
- D2. Existe-t-il une solution de rechange plus efficace que le régime actuel de déclaration de changement important pour communiquer ces changements au marché? Dans l'affirmative, veuillez la décrire.
- D3. Nous sommes toujours d'avis qu'il importe que les changements importants soient communiqués immédiatement. Par contre, devrions-nous envisager d'autoriser l'émetteur assujéti à s'acquitter de l'obligation de les déclarer en déposant un communiqué au moyen de SEDAR+ dans la catégorie réservée aux déclarations de changement important si ce communiqué renferme toute l'information autrement requise dans une telle déclaration?
- D4. Si l'obligation de déposer une déclaration de changement important était remplacée par l'obligation de désigner le communiqué dévoilant le changement important comme renfermant l'information actuellement exigée dans une telle déclaration :
- a) le fardeau serait-il réduit de façon notable?
 - b) serait-il plus ardu pour les investisseurs et les autorités en valeurs mobilières de reconnaître aisément les communiqués annonçant un changement important?
 - c) y a-t-il des conséquences que nous devrions prendre en compte?
- D5. Pour plus de certitude, devrions-nous envisager de désigner certains événements et changements à titre de changement important, en plus (et non en remplacement) de la définition actuelle fondée sur des principes? Dans l'affirmative, lesquels devraient être automatiquement désignés en tant que tels?
- D6. Devrions-nous songer à fournir des indications actualisées (par exemple, en mettant à jour l'Instruction générale canadienne 51-201 : *Lignes directrices en matière de communication de l'information*) afin d'illustrer par des exemples les événements qui seraient normalement considérés comme des changements importants?
- D7. Avez-vous d'autres préoccupations ou suggestions concernant les obligations actuelles de déclaration de changements importants?

E. Faits nouveaux aux États-Unis

Outre les initiatives décrites aux rubriques A à D, nous suivons les éléments nouveaux aux États-Unis dont nous pourrions nous inspirer pour apporter des changements au cadre réglementaire applicable aux émetteurs assujettis.

Le 5 mai 2026, la SEC a publié une proposition visant à autoriser les sociétés assujetties aux États-Unis à déposer des rapports intermédiaires semestriellement ¹⁷.

Au Canada, afin de réduire le fardeau réglementaire et les coûts, nous avons lancé en mars 2026 un projet pilote à adhésion volontaire autorisant les émetteurs émergents de petite taille admissibles à opter pour la communication semestrielle d'information (le **projet pilote**). Pour ce faire, nous avons mis en œuvre l'Ordonnance générale concertée 51-933 *relative aux dispenses permettant les rapports semestriels pour certains émetteurs émergents*. Les acteurs de marché ont bien accueilli ce projet. Lors du lancement, nous avons exprimé notre intention d'entreprendre un projet réglementaire plus large portant sur l'information semestrielle, dans le cadre duquel nous mettrions à profit les leçons tirées du projet pilote. Soulignons que la communication semestrielle d'information est déjà largement répandue ailleurs dans le monde, notamment en Australie, au Royaume-Uni, dans l'Union européenne et au Japon.

Lors de consultations antérieures, les intervenants étaient généralement favorables au régime d'information semestrielle comme moyen de réduire le fardeau réglementaire, mais certains craignaient qu'il en découle une asymétrie de l'information qui risquerait de nuire à la confiance des investisseurs, à la transparence et à la comparabilité des émetteurs en raison des différentes fréquences de communication. Ces questions sont toujours d'actualité dans notre évaluation des changements envisagés.

Dans le cadre de ses travaux de modernisation de la réglementation des sociétés à capital ouvert, la SEC publie régulièrement des déclarations et des propositions réglementaires. En voici quelques exemples :

- Le 13 janvier 2026¹⁸, Paul S. Atkins, président de la SEC, a annoncé l'intention de cette dernière de revoir toutes les obligations d'information à présenter en dehors des états financiers en vertu du Regulation S-K, dans l'objectif d'éviter d'obliger les émetteurs à communiquer des éléments insignifiants et de recentrer leurs obligations en la matière sur ce qui est important. La SEC a sollicité l'avis des acteurs de marché sur cette initiative.
- Le 19 mai 2026, la SEC a proposé des modifications portant une réforme des placements de titres enregistrés qui rendrait le régime de prospectus préalable beaucoup plus accessible, en plus d'élargir l'admissibilité à la déclaration sur formulaire S-3 et de moderniser certains aspects du processus de placement¹⁹.
- Le 19 mai 2026, la SEC a proposé d'apporter des modifications, d'une part, aux obligations d'information des sociétés à capital ouvert afin d'étendre à d'autres émetteurs assujettis les aménagements permettant la communication d'information réduite et, d'autre part, aux statuts de déposant pour en simplifier l'encadrement²⁰.

¹⁷ Securities and Exchange Commission, Release Nos. 33-11414; 34-105368; 39-2563; IC-36140, Semiannual Reporting (le 5 mai 2026), File No. S7-2026-15.

¹⁸ <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-statement-reforming-regulation-s-k-011326>

¹⁹ Securities and Exchange Commission, Release No. 33-11418, Registered Offering Reform (le 19 mai 2026).

²⁰ Securities and Exchange Commission, Release No. 33-11419, Public Company Reporting and Filer Status Reform (le 19 mai 2026).

Ces propositions, de même que l'initiative de la SEC sur l'information semestrielle, témoignent d'une volonté de revoir globalement la fréquence et la portée des déclarations périodiques obligatoires, ainsi que le cadre réglementaire soutenant les sociétés à capital ouvert dans la formation de capital. Elles soulèvent aussi une question, à savoir l'éventualité de tenir compte, dans notre évaluation générale du cadre réglementaire canadien, de l'incidence des changements apportés aux États-Unis aux obligations fondamentales en matière de déclaration périodique, de collecte de capitaux et d'information.

Questions en vue de la consultation

- E1. Serait-il avantageux pour les marchés des capitaux du Canada que nous permettions à tous les émetteurs d'adhérer volontairement à notre régime d'information semestrielle? Veuillez motiver votre réponse.
- E2. Si nous décidions d'ouvrir notre régime actuel d'information semestrielle à adhésion volontaire à l'ensemble des émetteurs :
- a. quelles seraient les conséquences potentielles, positives et négatives, sur la protection des investisseurs, les coûts de conformité ainsi que la transparence et la compétitivité des marchés?
 - b. faudrait-il imposer des critères ou des restrictions aux émetteurs optant pour ce régime lors du dépôt du prospectus? Expliquez pourquoi.
 - c. devrions-nous envisager d'exiger la présentation d'information de rechange ou supplémentaire, ou encore réviser les obligations de déclaration de changement important et d'information occasionnelle des émetteurs optant pour l'information semestrielle? Veuillez justifier votre réponse.
- E3. Y a-t-il d'autres éléments des déclarations ou des propositions de la SEC qui pourraient être bénéfiques pour les marchés des capitaux du Canada? Veuillez motiver votre réponse en exposant notamment leurs effets attendus sur la protection des investisseurs ou tout désavantage concurrentiel que pourrait éventuellement subir le Canada s'il n'adoptait pas des approches similaires.

F. Commentaires d'ordre général

Le présent document de consultation porte sur les sphères abordées aux rubriques A à E ci-dessus. Cependant, nous sommes conscients que les intervenants pourraient souhaiter formuler des commentaires d'ordre général ou traiter d'autres questions en fonction de leur expérience et point de vue. Aussi, nous les invitons à formuler des commentaires sur les éléments précis de la législation en valeurs mobilières qui leur semblent faire peser sur les émetteurs assujettis un fardeau réglementaire disproportionné par rapport aux objectifs réglementaires visés, ou qui imposent des obligations d'information susceptibles d'être rehaussées pour accroître la protection des investisseurs :

- F1. Nommez, parmi les modifications proposées, celles qui bénéficieraient à la compétitivité au Canada, et celles qui lui nuiraient ou desserviraient la protection des investisseurs. Veuillez détailler.
- F2. En plus des sujets abordés aux rubriques A à E, quelles autres modifications ou initiatives, selon vous, permettraient de multiplier les occasions de collecte de capital ou de réduire le fardeau réglementaire?

- F3. Quels changements pourrions-nous effectuer dans notre régime pour bonifier la protection des investisseurs ou améliorer l'information qui leur est fournie, surtout les investisseurs individuels?
- F4. Y a-t-il d'autres évolutions réglementaires à l'international qui pourraient alimenter la réflexion sur nos propositions réglementaires?

Nous invitons les intervenants, s'il y a lieu, à citer des modèles adoptés à l'international et à nous indiquer les adaptations au contexte canadien qui pourraient leur être apportées.

Nous les prions d'être le plus précis possible et, le cas échéant, de décrire l'enjeu ou l'obstacle, la modification ou le changement proposé et l'effet escompté.

Commentaires et mémoires

Nous invitons les intervenants à nous faire part de leurs commentaires sur les sujets abordés dans le présent document de consultation. La période de consultation prend fin le **13 novembre 2026**.

Veuillez transmettre vos commentaires à l'adresse suivante : <https://www.autorites-valeurs-mobilières.ca/consultations/>. Les commentaires soumis via ce lien parviendront aux membres des ACVM suivants :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Office of the Superintendent of Securities, Service NL, Terre-Neuve-et-Labrador
Bureau du surintendant des valeurs mobilières des Territoires du Nord-Ouest
Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Yukon
Surintendant des valeurs mobilières du Nunavut

Si vous soumettez vos commentaires via le lien ci-dessus, vous les soumettez également à :

M^e Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour PwC
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : 514 864-8381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Les commentaires seront affichés sur le site Web de l'Alberta Securities Commission au www.albertasecurities.com, sur celui de l'Autorité des

marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.ca. Nous invitons donc les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe de préciser en quel nom le mémoire est présenté.

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser aux membres suivants du personnel des ACVM :

Autorité des marchés financiers

Charlotte Verdebout
Analyste experte à la réglementation
Direction de l'encadrement des sociétés
charlotte.verdebout@lautorite.qc.ca

Najla Sebaai
Analyste experte à la réglementation
Direction de l'encadrement des sociétés
najla.sebaai@lautorite.qc.ca

British Columbia Securities Commission

Noreen Bent
Deputy Director, CF Legal Services
nbent@bcsc.bc.ca

Michael Moretto
Deputy Director, Corporate Disclosure
mmoretto@bcsc.bc.ca

Larissa Streu
Manager, Corporate Disclosure
lstreu@bcsc.bc.ca

Anita Cyr
Chief Accountant
acyr@bcsc.bc.ca

Alberta Securities Commission

Denise Weeres
Director, Corporate Finance
denise.weeres@asc.ca

Gillian Findlay
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
gillian.findlay@asc.ca

Roger Persaud
Senior Securities Analyst, Corporate Finance
roger.persaud@asc.ca

Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

Heather Kuchuran
Director, Corporate Finance
heather.kuchuran@gov.sk.ca

Ailin Zhuang
Senior Securities Analyst, Corporate Finance
ailin.zhuang2@gov.sk.ca

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Patrick Weeks
Deputy Director, Corporate Finance
patrick.weeks@gov.mb.ca

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Marie-France Bourret
Vice-President, Corporate Finance
mbourret@osc.ca

David Surat
Associate Vice-President, Corporate Finance
dsurat@osc.ca

Paul Hayward
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
phayward@osc.ca

Matthew Au
Senior Accountant, Corporate Finance
mau@osc.ca

Clara Ryu
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
cryu@osc.ca

Nova Scotia Securities Commission

Jack Jiang
Securities Analyst, Corporate Finance
jack.jiang@novascotia.ca

Valerie Tracy
Securities Analyst, Corporate Finance
valerie.tracy@novascotia.ca

Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick

Ray Burke
Responsable, Financement des sociétés
ray.burke@fcnb.ca

Moir Goodfellow
Conseillère juridique principale, Valeurs mobilières
moira.goodfellow@fcnb.ca