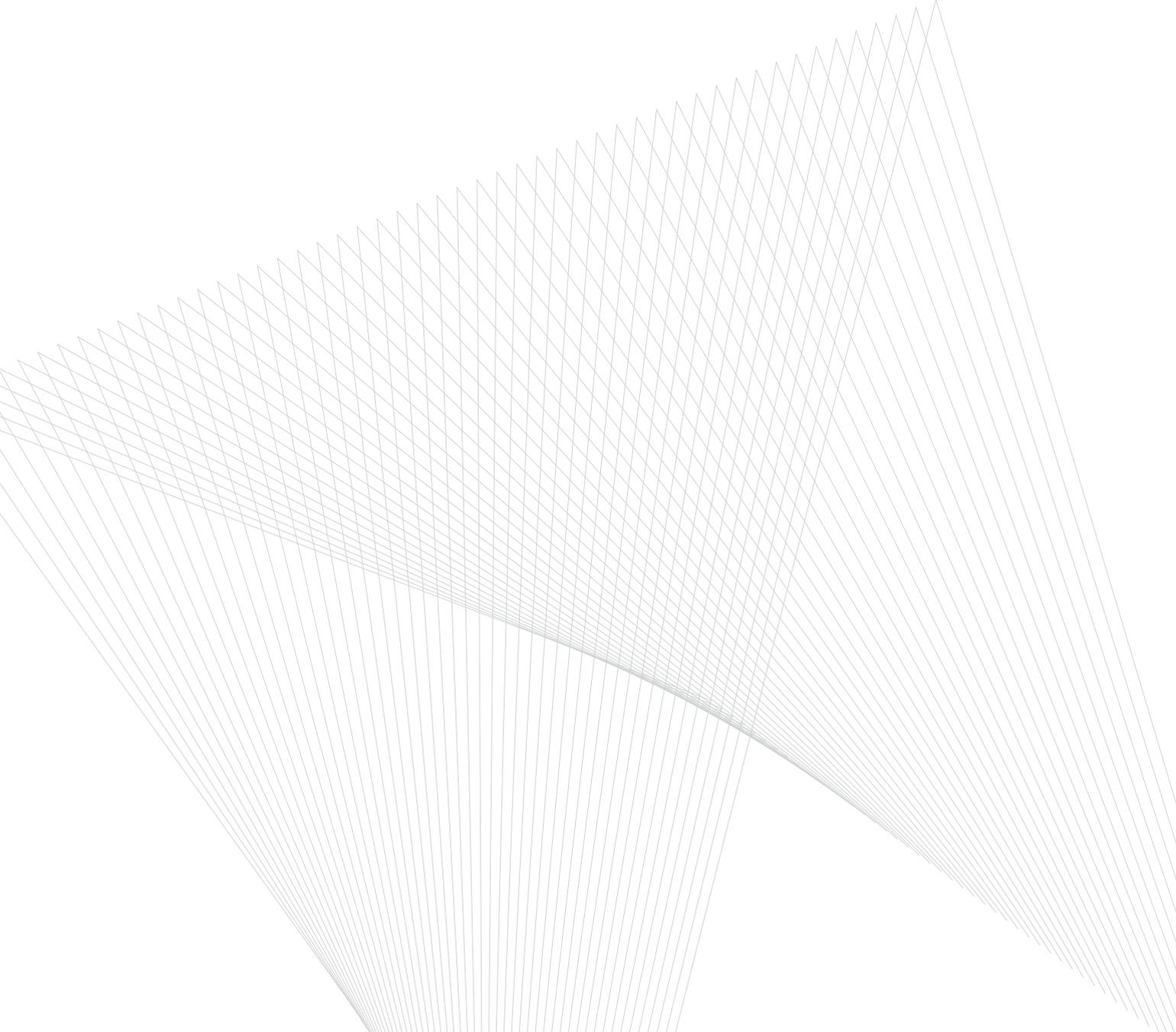




Rapport de 2019
sur les marchés des
capitaux canadiens

DAVIES



DAVIES

Les renseignements présents dans cette publication ne doivent pas être considérés comme des conseils juridiques. Nous vous prions de nous adresser directement toute question particulière que vous pourriez avoir.

© 2019 Davies Ward Phillips & Vineberg S.E.N.C.R.L., s.r.l. Tous droits réservés.

À propos de Davies

Davies est un cabinet d'avocats spécialistes des enjeux cruciaux. Déterminés à produire des résultats supérieurs pour nos clients, nous tenons systématiquement un rôle de premier plan dans leurs opérations et leurs dossiers les plus complexes. Depuis nos bureaux de Montréal, de Toronto et de New York, nous déployons notre savoir-faire avec aisance et efficacité sur tous les continents. Communiquez avec un de nos avocats pour parler avec nous de votre situation.

Consultez notre site au dwpv.com.

Table des matières

Avant-propos

01

Les secteurs émergents

Chapitre 01

Le secteur du cannabis prend de l'ampleur

04

Chapitre 02

Les émetteurs du secteur du cannabis inscrits à la TSX ont recours à des approches créatives pour préserver leurs occasions d'affaires aux États-Unis

13

Chapitre 03

Cryptomonnaies : les chaînes de blocs conserveront-elles leur intérêt en 2019?

17

Les grandes tendances

Chapitre 04

Le retour de la prise de contrôle inversée

23

Chapitre 05

Rémunération au résultat selon un contrat de services de conseil : mise en garde pour les conseillers financiers (et leurs clients)

27

Chapitre 06

L'attestation d'équité à la suite de l'affaire *InterOil* : l'usage dans le marché

30

Les décisions marquantes de 2018

Chapitre 07

Un bon principe juridique ayant mal tourné : la confusion persiste à l'égard du principe de l'importance relative dans les actions en responsabilité civile pour présentation inexacte des faits

35

Chapitre 08

La Cour suprême du Canada ouvre la voie à un organisme national de réglementation des valeurs mobilières

39

Les faits nouveaux en matière de réglementation

Chapitre 09

Procédez avec prudence : nouvelles exigences en matière de présentation de mesures financières non conformes aux PCGR

44

Chapitre 10

Nouvelles directives importantes de la Bourse de Toronto en 2018

48

Zoom sur les É.-U.

Chapitre 11

La SEC actualise les obligations d'information des sociétés minières

53

Avant-propos

L'année 2018 a été marquée par la volatilité continue des marchés mondiaux, entretenue par l'incertitude géopolitique, la montée des tensions commerciales et le ralentissement des économies mondiales. Au Canada, les secteurs émergents du marché ont continué de gagner du terrain. Le secteur du cannabis, en particulier, a connu une hausse spectaculaire des investissements et des fusions et acquisitions alors que le pays est devenu la première grande économie à légaliser le cannabis à usage récréatif. Plusieurs autres tendances notables sont apparues, dont le regain d'intérêt pour les prises de contrôle inversées et l'évolution de la norme du secteur relative aux attestations d'équité. Sur les plans réglementaire et judiciaire, d'importants faits nouveaux ont eu pour effet de préciser et d'étendre les obligations d'information, et une décision historique de la Cour suprême du Canada a marqué un tournant pour la réglementation des valeurs mobilières dans certaines régions du pays.

C'est dans ce contexte que nous examinons les sujets et les événements suivants, tous d'importance pour les participants aux marchés financiers, et présentons nos observations et attentes pour 2019 et l'avenir.

Secteurs émergents

- En 2018, le Canada a été à la une de l'actualité internationale, devenant la première grande économie à légaliser le cannabis à usage récréatif. Dans les mois qui ont précédé la légalisation, le secteur a été marqué par une vague de regroupements et d'investissements transfrontaliers. En 2019, le cannabis demeure un sujet en vogue, mais les producteurs autorisés se détournent progressivement des acquisitions au pays pour se concentrer sur les produits de prochaine génération et les stratégies d'expansion internationale. Lisez les dernières informations sur ce secteur en pleine croissance dans **Le secteur du cannabis prend de l'ampleur**.
- Aux États-Unis, même si le cannabis demeure illégal selon la législation fédérale, bon nombre de producteurs de cannabis canadiens visent à se positionner, y voyant un marché potentiellement lucratif. Pour savoir comment les émetteurs inscrits à la TSX ont réussi à préserver leur avantage en tant que précurseurs aux États-Unis sans enfreindre les

exigences de la TSX, lisez **Les émetteurs du secteur du cannabis inscrits à la TSX ont recours à des approches créatives pour préserver leurs occasions d'affaires aux États-Unis**.

- La technologie de la chaîne de blocs a continué d'attirer l'attention du grand public et des organismes de réglementation en 2018. Les déclarations et les mesures d'application de la loi de ces organismes ont élucidé la façon dont est déterminée la légalité des premières émissions d'une cryptomonnaie et des bourses de cryptoactifs, alors que les émissions de jetons-valeurs sont devenues une solution de rechange permettant de respecter la réglementation. Ceux qui souhaitent participer à ce secteur trouveront les renseignements nécessaires dans **Cryptomonnaies : les chaînes de blocs conserveront-elles leur intérêt en 2019?**

Tendances notables

- Les marchés financiers canadiens se sont avérés un terrain fertile pour le financement des émetteurs du secteur du cannabis, dont bon nombre sont devenus des sociétés cotées par suite d'une prise de contrôle inversée. Nous examinons les raisons du regain d'intérêt pour les prises de contrôle inversées et étudions leurs avantages et inconvénients relatifs comparativement aux premiers appels publics à l'épargne classiques dans **Le retour de la prise de contrôle inversée**.
- La décision de la Cour d'appel de l'Ontario dans *RBC Dominion Securities v. Crew Gold Corporation* comporte des indications importantes sur la façon de structurer les contrats de mission liés aux fusions et acquisitions et laisse entendre que les tribunaux seront peu disposés à conclure qu'un conseiller financier a droit à une rémunération au résultat pour une opération à laquelle il n'a pas participé. Voyez les principaux points que les conseillers doivent retenir de cette décision aux fins de la rédaction de leur contrat de mission dans **Rémunération au résultat selon un contrat de services de conseil : mise en garde pour les conseillers financiers (et leurs clients)**.
- Deux ans suivant la décision de la Cour suprême du Yukon dans l'affaire *InterOil Corporation v. Mulacek*, la norme

relative aux attestations d'équité aux fins d'opérations de fusions et d'acquisitions continue d'évoluer. Pour savoir ce dont doivent être conscients les émetteurs et leurs conseillers financiers sur le rôle des attestations d'équité au Canada, voyez **L'attestation d'équité à la suite de l'affaire InterOil : l'usage dans le marché.**

Décisions clés en 2018

- En Ontario, les décisions rendues dans deux affaires, soit *Wong v. Pretium Resources* et *Paniccia v. MDC Partners Inc.*, semblent avoir établi une nouvelle norme en ce qui concerne l'évaluation de l'importance relative de la présentation inexacte de faits sur le marché secondaire aux fins d'une action en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* (la « LVMO »). Dans ces deux affaires, le tribunal a appliqué le « critère de l'investisseur raisonnable », provenant de la législation américaine, plutôt que le « critère de l'incidence sur le marché » énoncé dans la LVMO. Voyez les incidences de ces décisions dans **Un bon principe juridique ayant mal tourné : la confusion persiste à l'égard du principe de l'importance relative dans les actions en responsabilité civile pour présentation inexacte des faits.**
- En novembre, la Cour suprême du Canada est arrivée à la conclusion, dans le *Renvoi relatif à la réglementation pancanadienne des valeurs mobilières*, que le régime national coopératif de réglementation des marchés des capitaux proposé était constitutionnel, écartant ainsi, au moins dans certaines provinces, un obstacle majeur à la création d'une réglementation des valeurs mobilières canadienne harmonisée, projet de longue date du Canada. Vous trouverez de plus amples renseignements sur cette décision majeure et la suite possible des choses dans **La Cour suprême du Canada ouvre la voie à un organisme national de réglementation des valeurs mobilières.**

Faits nouveaux en matière de réglementation

- Les autorités canadiennes en valeurs mobilières, pour la première fois, ont proposé une réglementation visant les mesures financières non conformes aux PCGR et d'autres

mesures financières. Les règles proposées obligeront les émetteurs à satisfaire à des obligations d'information précises lorsqu'ils publieront des mesures financières non conformes aux PCGR, y compris sur leurs sites Web ou les médias sociaux. Lisez à ce sujet **Procédez avec prudence : nouvelles exigences en matière de présentation de mesures financières non conformes aux PCGR.**

- En 2018, la Bourse de Toronto a continué d'apporter des modifications importantes à ses directives et pratiques par le truchement d'avis du personnel. Parmi celles-ci, de nouvelles lignes directrices concernant l'obligation d'obtenir l'approbation des actionnaires à l'égard d'émissions effectuées dans le cadre d'opérations importantes, et la fixation du prix de placements après la communication d'information importante. Vous trouverez des précisions dans **Nouvelles directives importantes de la Bourse de Toronto en 2018.**

Nouvelle réglementation aux États-Unis

- Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission a approuvé la version définitive de règles visant à actualiser les obligations d'information qu'elle impose à l'égard des biens miniers. Les nouvelles règles, généralement semblables au *Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers* (ou à la *Norme canadienne 43-101 sur l'information concernant les projets miniers*) du Canada, auront pour effet de mettre à la disposition des investisseurs des renseignements plus étendus et détaillés sur les biens miniers importants des sociétés inscrites, et d'offrir aux émetteurs américains les mêmes conditions que les émetteurs étrangers. Pour en savoir plus long, voyez **La SEC actualise les obligations d'information des sociétés minières.**

Pour obtenir plus de renseignements sur les sujets présentés dans le présent rapport, veuillez communiquer avec l'un de nos experts nommés sous « Personnes-ressources » à la fin du rapport.



Les secteurs émergents

Le secteur du cannabis prend de l'ampleur

Le secteur du cannabis est l'un des secteurs d'activité dont on a le plus parlé au Canada au cours des 24 derniers mois : une poignée de grandes opérations de fusions/acquisitions et d'investissements transfrontaliers substantiels ont défrayé la chronique. Nous nous attendons à ce que le cannabis continue d'être à la une de l'actualité en 2019, car les émetteurs de ce secteur chercheront à mettre au point des produits de nouvelle génération et à déployer des stratégies d'expansion internationale.

La libéralisation, tant proposée que réalisée, des lois sur le cannabis aux États-Unis a accru l'intérêt pour le marché américain du cannabis, et les investissements des sociétés des secteurs de l'alcool et du tabac ont légitimé ce secteur naissant. Compte tenu de ces facteurs, nous nous attendons à ce que la « fièvre du cannabis » se maintienne sur les marchés des capitaux tout au long de l'année 2019.

Le chanvre est légalisé aux États-Unis

Le 20 décembre 2018, le président des États-Unis, Donald Trump, a promulgué la loi intitulée *Agriculture Improvement Act of 2018* (dont le projet de loi était appelé le *Farm Bill*) qui a retiré le chanvre industriel de la définition du terme « marihuana » figurant dans la loi fédérale intitulée *Controlled Substances Act*. Cette mesure a eu pour effet de légaliser, au niveau fédéral, la culture, la distribution et la vente de chanvre industriel aux États-Unis et de faire de celui-ci un produit agricole ordinaire. L'importance de cette mesure découle de la présence dans le chanvre industriel de cannabidiol (le « CBD »), un cannabinoïde non psychoactif qui est censé avoir une série d'effets thérapeutiques. Le CBD tiré de la « marihuana » demeure illégal au niveau fédéral et le CBD tiré du chanvre sera assujéti à la réglementation des États.

Les producteurs de cannabis canadiens titulaires d'une licence Canopy Growth Corporation (« Canopy ») et Tilray Inc. (« Tilray ») ont déjà cherché à tirer profit de la libéralisation de la législation américaine s'appliquant au chanvre. Le 17 décembre 2018, Tilray a annoncé avoir signé une lettre d'intention visant l'achat d'isolats de CBD tiré du chanvre auprès de LiveWell Canada Inc., qui proviendra à la fois des États-Unis et du Canada et que Tilray traitera et distribuera sous forme de produits de bien-être et médicinaux dans les deux pays. Canopy, pour sa part, a franchi une première étape en vue de l'établissement d'une présence directe aux États-Unis. Le 14 janvier 2019, Canopy a annoncé qu'elle avait obtenu de l'État de New York une licence l'autorisant à traiter et à produire du chanvre. Canopy a l'intention d'investir entre 100 et 150 millions de dollars américains dans des installations de production à grande échelle consacrées à l'extraction du chanvre et à la fabrication de produits du chanvre aux États-Unis. De plus, Canopy a annoncé en début d'année qu'elle faisait l'acquisition d'AgriNextUSA, entreprise reconnue pour être à l'avant-garde de la défense du chanvre aux États-Unis, dans le but de faciliter ses activités liées au chanvre dans ce pays.

Même si les estimations quant au marché potentiel que représente aux États-Unis le CBD tiré du chanvre varient énormément, allant de 2 milliards de dollars américains à 22 milliards de dollars américains, l'existence sur ce marché de possibilités considérables semble faire consensus.

Les États-Unis franchissent un pas de plus vers la libéralisation de la législation fédérale sur le cannabis

Le 7 juin 2018, les sénateurs Cory Gardner et Elizabeth Warren ont présenté au Congrès un projet de loi intitulé *Strengthening the Tenth Amendment Through Entrusting States (STATES) Act* (la « loi STATES »), qui modifierait la *Controlled Substances Act* en vue d'exempter les particuliers et les sociétés de poursuites pour des infractions fédérales liées au cannabis s'ils ont agi conformément aux lois sur le cannabis d'un État. La loi STATES, toutefois, n'aurait pas pour effet de retirer le cannabis de la liste des stupéfiants figurant à l'annexe I de la *Controlled Substances Act*, de sorte que le cannabis demeurerait illégal au niveau fédéral. Compte tenu de cette distinction, on ne sait toujours pas quelles pourraient être les répercussions de la loi STATES, si le projet de loi est adopté, sur la volonté des bourses de valeurs mobilières et des banques sous réglementation fédérale des États-Unis de participer au secteur du cannabis de ce pays.

La loi intitulée *Secure and Fair Enforcement (SAFE) Banking Act* (la « loi SAFE ») revêt probablement plus d'intérêt pour les banques sous réglementation fédérale des États-Unis : son adoption permettrait à celles-ci d'offrir leurs services aux sociétés du secteur du cannabis qui se conforment aux lois sur le cannabis des États. À l'heure actuelle, il est interdit aux banques sous réglementation fédérale de desservir les sociétés du secteur du cannabis, puisque tous leurs fonds seraient considérés comme des produits de la criminalité.

Le 17 décembre 2018, en raison de la lenteur de l'avancement du projet de loi STATES à la Chambre et au Sénat, le sénateur Cory Gardner a présenté au Sénat un amendement à un projet de loi plus vaste sur la justice pénale qui reprenait le libellé de la loi STATES. Toutefois, l'amendement n'a pas été accepté. On ne sait pas si la loi STATES sera promulguée. Toutefois, nombreux sont ceux qui ont émis l'hypothèse que ce n'est qu'une question de temps avant que la législation fédérale des États-Unis en matière de cannabis soit libéralisée. La loi SAFE, par contre, a reçu l'approbation du comité des services financiers de la Chambre le 28 mars 2019, et fait actuellement l'objet d'un examen de la part de la Chambre et du Sénat.

Canopy prévoit l'acquisition d'une société américaine du secteur du cannabis suivant la légalisation par les autorités fédérales des États-Unis

Le 18 avril 2019, Canopy a annoncé la conclusion d'une entente définitive visant l'acquisition de la totalité des actions d'Acreage Holdings, Inc. (« Acreage »), entreprise intégrée verticalement présente dans de nombreux États qui est le plus important propriétaire de licences et d'actifs du secteur du cannabis aux États-Unis. Selon les modalités de l'opération, Canopy versera une prime initiale de 300 millions de dollars américains à certaines catégories d'actionnaires d'Acreage en échange d'une option d'achat visant toutes les actions en circulation d'Acreage.

L'option d'achat de Canopy est valide pour une période de 90 mois suivant sa date d'émission. Canopy aura l'obligation d'exercer l'option d'achat une fois les lois fédérales des États-Unis modifiées de manière à permettre la culture, la distribution et la possession de cannabis en général ou à abroger la réglementation régissant ces activités. Suivant l'exercice de l'option d'achat, chaque action d'Acreage sera échangée contre 0,5818 action ordinaire de Canopy, ce qui représente une contrepartie totale (compte tenu de la prime initiale décrite précédemment) de 3,4 milliards de dollars américains pour les actionnaires d'Acreage, soit une prime de 41,7 % par rapport au cours moyen pondéré en fonction du volume des actions d'Acreage à la Bourse des valeurs canadiennes (la « CSE ») pour la période de 30 jours ayant pris fin le 16 avril 2019.

L'opération, première acquisition directe d'un producteur américain par un producteur autorisé canadien inscrit à la cote de la TSX, procure à Canopy un accès immédiat au marché du cannabis américain suivant sa légalisation par les autorités fédérales. L'opération a toutefois essuyé son lot de critiques, Marcato Capital Management LP (« Marcato »), détenteur de 2,7 % des actions d'Acreage, ayant annoncé son intention de voter contre l'opération projetée. Celle-ci a invoqué, entre autres, le caractère insuffisant de la prime qui sous-évalue, selon elle, la valeur potentielle d'Acreage suivant la légalisation du secteur du cannabis aux États-Unis par les autorités fédérales. Entre l'annonce de l'opération et le moment où Marcato a



Le 20 décembre 2018, le président des États-Unis, Donald Trump, a promulgué la loi intitulée *Agriculture Improvement Act of 2018* (dont le projet de loi était appelé le *Farm Bill*) qui a retiré le chanvre industriel de la définition du terme « marijuana » figurant dans la loi fédérale intitulée *Controlled Substances Act*.

À la date des présentes, 160 émetteurs liés au secteur du cannabis étaient inscrits à la seule CSE, dont bon nombre sont exposés au secteur du cannabis des États-Unis.

annoncé son intention, le cours des actions de Canopy avait déjà connu une hausse de 15,2 %, alors que celui des actions d'Acreage était en baisse de 6 %. Le vote des actionnaires d'Acreage concernant l'opération projetée se tiendra le 19 juin 2019.

Les opérations de restructuration et de scission partielle deviennent plus fréquentes au fur et à mesure que l'intérêt pour le marché américain du cannabis augmente

Étant donné que la Bourse de Toronto (la « TSX ») et la Bourse de croissance TSX (la « TSX-V ») interdisent à leurs émetteurs inscrits de se livrer à des activités ou d'investir dans des activités qui enfreignent les lois fédérales des États-Unis, les émetteurs inscrits du secteur du cannabis ont usé de créativité pour structurer des opérations leur procurant une exposition à ce que beaucoup s'attendent à voir devenir un marché du cannabis lucratif aux États-Unis tout en respectant les exigences d'inscription en bourse.

Au printemps 2018, par exemple, Aurora Cannabis Inc. (« Aurora ») a fait apport de ses actifs américains à une nouvelle société, Australis Capital Inc. (« Australis »), qui a été inscrite à la cote de la CSE. La CSE a adopté une approche fondée sur la divulgation en ce qui concerne l'exercice d'activités ou l'investissement dans des activités liées au cannabis aux États-Unis et permettra à ses émetteurs inscrits d'exercer de telles activités. Aurora s'est réservée un droit de réinvestissement dans Australis qu'elle pourra exercer si le cannabis est légalisé au niveau fédéral aux États-Unis.

De même, en octobre 2018, Canopy et Canopy Rivers Inc. (« Canopy Rivers »), l'entreprise de capital-risque de Canopy, ont restructuré leurs investissements respectifs dans TerrAscend Corp. (« TerrAscend »), société du secteur du cannabis inscrite à la cote de la CSE, de façon à ce que TerrAscend puisse profiter de débouchés aux États-Unis. Ainsi, Canopy Rivers et Canopy ont conclu un plan d'arrangement afin d'échanger leurs actions ordinaires et bons de souscription de TerrAscend contre des actions échangeables non participantes et sans droit de vote qui ne pourront être échangées contre des actions ordinaires que si le cannabis est légalisé au niveau fédéral aux États-Unis.

La ruée vers le Nord des émetteurs américains du secteur du cannabis

Même si le cannabis est réglementé dans de nombreux États américains, il demeure illégal selon la législation fédérale américaine. Par conséquent, aucune société américaine exerçant des activités uniquement dans le secteur du cannabis n'est inscrite à la cote d'une grande bourse de valeurs mobilières américaine sous réglementation fédérale. Cependant, étant donné l'approche fondée sur la divulgation des plus petites bourses de valeurs mobilières du Canada, comme la CSE et la NEO, de nombreux émetteurs américains du secteur du cannabis se sont inscrits à la cote d'une bourse canadienne. À la date des présentes, 160 émetteurs liés au secteur du cannabis étaient inscrits à la seule CSE, dont bon nombre sont exposés au secteur du cannabis des États-Unis.

L'investissement d'Altria dans Cronos est le premier investissement majeur d'une société productrice de tabac dans le secteur du cannabis au Canada. Avec son investissement dans Juul, Altria possède maintenant une position notable dans le secteur croissant des produits de vapotage.

Les sociétés canadiennes du secteur du cannabis commencent à s'inscrire au Nasdaq et à la Bourse de New York

Comme nous l'avons mentionné plus haut, il est interdit aux sociétés américaines du secteur du cannabis de s'inscrire à la cote des principales bourses de valeurs mobilières des États-Unis. Toutefois, le Nasdaq et la Bourse de New York (la « NYSE ») ont accepté les inscriptions de sociétés canadiennes du secteur du cannabis qui exercent leurs activités exclusivement au Canada et dans d'autres territoires où l'usage du cannabis est légalisé à des fins médicales ou à des fins récréatives.

Cronos Group Inc. (« Cronos »), inscrite au Nasdaq en février 2018, est devenue la première société canadienne du secteur du cannabis à être inscrite à la cote d'une bourse de valeurs mobilières américaine. Peu après, en juillet 2018, Tilray a réalisé son premier appel public à l'épargne au Nasdaq, se passant complètement d'une inscription à la cote d'une bourse canadienne.

En mai 2018, Canopy est devenue la première société canadienne du secteur du cannabis à être inscrite à la cote de la NYSE. Depuis, Aurora, Aphria Inc. (« Aphria ») et CannTrust Holdings Inc. l'y ont rejointe. HEXO Corp. (« HEXO »), dont la capitalisation boursière s'élève à environ 1,3 milliard de dollars, a été approuvée aux fins d'inscription à la cote de la NYSE American le 17 janvier 2019.

Les grandes sociétés de tabac débarquent

En mars 2019, Altria Group Inc. (« Altria »), l'une des plus grandes sociétés de fabrication et de commercialisation de produits du tabac au monde, a investi environ 2,4 milliards de dollars dans Cronos dans le cadre d'un placement privé. Altria a acquis à la fois des actions ordinaires représentant une participation d'environ 45 % dans Cronos et des bons de souscription qui, si elle les exerce, porteraient à environ 55 % sa participation dans Cronos.

Deux semaines seulement après avoir annoncé son investissement dans Cronos en décembre 2018, Altria a annoncé un investissement de 12,8 milliards de dollars américains dans Juul Labs (« Juul »), entreprise dominante du secteur des cigarettes électroniques.

L'investissement d'Altria dans Cronos est le premier investissement majeur d'une société productrice de tabac dans le secteur du cannabis au Canada. Avec son investissement dans Juul, Altria possède maintenant une position notable dans le secteur croissant des produits de vapotage.

Les sociétés du secteur de l'alcool continuent d'investir dans le cannabis

L'opération Cronos-Altria a été structurée de façon semblable à la plus grande opération d'investissement à ce jour dans le secteur du cannabis au Canada : l'investissement de Constellation Brands (« Constellation ») dans Canopy, qui s'est élevé à 5 milliards de dollars. Après avoir investi 245 millions de dollars pour acquérir une participation de

Le 20 décembre 2018, Santé Canada a publié un projet de règlement visant le cannabis comestible, les extraits de cannabis et le cannabis pour usage topique, dont la version définitive devrait entrer en vigueur au plus tard le 17 octobre 2019.

9,9 % dans Canopy en 2017, Constellation y a injecté 5 milliards de dollars de plus à l'été 2018, portant sa participation à environ 38 %. De plus, Constellation a acquis des bons de souscription qui, une fois exercés, porteraient sa participation dans Canopy à plus de 50 %.

Toutefois, Constellation n'est pas la seule société du secteur de l'alcool à s'intéresser au cannabis. En août 2018, Molson-Coors Canada et HEXO ont annoncé la création d'une coentreprise, baptisée Truss, qui mettra au point des boissons non alcoolisées à base de cannabis destinées au marché canadien. Molson-Coors Canada possède un bloc de contrôle de 57,5 % dans Truss, et HEXO possède la participation restante. En décembre 2018, Anheuser-Busch InBev, le plus grand brasseur du monde, a annoncé qu'il s'associait à Tilray pour un projet de recherche sur la production de boissons non alcoolisées contenant du THC et du CBD. Ces sociétés ont toutes deux l'intention d'investir jusqu'à 50 millions de dollars dans leurs recherches dans le but de pouvoir mettre en vente leurs boissons dès la légalisation de ces produits en 2019.

Shoppers Drug Mart est autorisée à vendre du cannabis

Le 8 décembre 2018, Santé Canada a accordé à Shoppers Drug Mart (« Shoppers ») une licence l'autorisant à vendre du cannabis médicinal en ligne. Selon le site Web de Shoppers, celle-ci n'offre actuellement ce produit qu'à ses clients de l'Ontario. Shoppers a affirmé n'avoir aucune intention de produire du cannabis et a révélé avoir conclu des accords d'approvisionnement avec un certain nombre de producteurs de cannabis autorisés, dont Tilray, Aurora, Aphria, Emblem Corp., WeedMD Inc., The Flowr Corporation et Starseed Medical Inc.

La réglementation sur le cannabis comestible bientôt en vigueur

Le 20 décembre 2018, Santé Canada a publié un projet de règlement visant le cannabis comestible, les extraits de cannabis et le cannabis pour usage topique, dont la version définitive devrait entrer en vigueur au plus tard le 17 octobre 2019. Le projet de règlement a fait l'objet d'une période de consultation de 60 jours.

Le projet de règlement prescrit des limites de teneur en THC et en CBD pour les produits de cannabis comestible et de cannabis pour usage topique et stipule que ces produits doivent être présentés dans un emballage neutre semblable à celui qui est actuellement exigé pour les produits du cannabis déjà autorisés par la loi. De plus, le projet de règlement interdit certains types et certaines formes de produits comestibles. Il interdit, par exemple : (i) le cannabis comestible qui doit être conservé au réfrigérateur ou au congélateur; (ii) les extraits de cannabis contenant des sucres, des édulcorants ou des agents édulcorants; (iii) l'emballage et l'étiquetage d'extraits de cannabis indiquant des arômes attrayants pour les jeunes; et (iv) l'utilisation de viandes, volailles ou poissons non séchés.

Même si la période de consultation est terminée, il reste à voir à quoi ressemblera la version définitive du règlement sur le cannabis comestible, les extraits de cannabis et le cannabis sous forme concentrée. L'un des sujets qui a suscité beaucoup de commentaires au cours de la période de consultation est le projet de règle interdisant la production dans une même installation de produits alimentaires ordinaires et de produits du cannabis comestibles. La dépense en capital associée à la mise en place d'une installation distincte pourrait constituer un obstacle pour

Bien que les médias aient surtout mis l'accent sur la participation des fabricants de boissons alcoolisées, il reste à voir si les fabricants de biens de consommation emballés ordinaires se lanceront sur le marché des produits du cannabis comestibles.

les entreprises existantes de transformation d'aliments souhaitant participer à la production de tels produits. De plus, le projet de règlement interdit les représentations sur les emballages de produits du cannabis qui associent le produit à une boisson alcoolisée, laissant entendre que les entreprises existantes de fabrication de boissons alcoolisées ne seront pas autorisées à utiliser leurs marques dans le secteur du cannabis.

Bien que les médias aient surtout mis l'accent sur la participation des fabricants de boissons alcoolisées, il reste à voir si les fabricants de biens de consommation emballés ordinaires se lanceront sur le marché des produits du cannabis comestibles. En novembre 2018, le producteur autorisé canadien Newstrike Brands Ltd. a annoncé qu'il avait constitué une coentreprise avec Neal Brothers Inc., entreprise canadienne d'aliments spécialisés, pour mettre au point des produits du cannabis comestibles. Au début de 2018, des rumeurs ont circulé selon lesquelles Coca-Cola examinait les possibilités dans le secteur canadien du cannabis, mais elles n'ont pas refait surface depuis, et aucune grande entreprise de biens de consommation emballés ou de confiserie n'a été associée au marché canadien du cannabis. C'est un secteur que nous surveillerons en 2019.

Le secteur du cannabis est marqué par les ventes à découvert

Dans un contexte d'évaluations à la hausse fondées principalement sur le potentiel perçu et la capacité de production, le secteur du cannabis a été une cible de choix pour les vendeurs à découvert. Au cours des 12 derniers mois, les producteurs canadiens de cannabis Aphria, Cronos, Tilray, Aurora et Namaste Technologies Inc. ont tous été

l'objet de rapports concernant leurs ventes à découvert et révélant des problèmes liés à l'évaluation incluant informations insuffisantes, mesures comptables déficientes et opérations d'initiés.

En général, les rapports sur ventes à découvert n'ont causé qu'un fléchissement temporaire du cours de l'action de la société en question. Toutefois, un rapport du *Globe and Mail* du 23 janvier 2019 indique que les sociétés du secteur du cannabis demeurent parmi les sociétés ayant enregistré le plus de ventes à découvert et qu'au 21 janvier 2019, Aurora, Aphria et Canopy se plaçaient parmi les 20 premières en termes de pourcentage d'actions empruntées.

Aphria fait l'objet de critiques et d'une offre publique d'achat

Le rapport sur les ventes à découvert dont on a le plus parlé est sans doute celui qu'ont publié Hindenburg Research et Quintessential Capital Management le 3 décembre 2018. Celui-ci portait sur Aphria et prétendait qu'une série récente d'acquisitions en Amérique latine et en Jamaïque, représentant au total environ 425 millions de dollars, résultait d'opérations d'initiés et visait l'achat d'actifs qui, dans l'ensemble, n'avaient aucune valeur. Aphria a vu le cours de ses actions chuter de presque 30 % à la suite de ce rapport, comparativement au cours de 10,51 \$ affiché avant la publication du rapport, mais l'a depuis vu remonter pour se situer à 11,50 \$ au 15 avril 2019.

Le 11 janvier 2019, Aphria a annoncé que Vic Neufeld, son chef de la direction, et Cole Cacciavillani, son cofondateur et vice-président, Culture (*VP Growing Operations*), allaient quitter leur poste. Par la suite, le 23 janvier 2019, Green Growth

Le 8 mai 2019, Santé Canada a annoncé des changements importants à sa politique d'examen des demandes de licences de culture, de transformation ou de vente à des fins médicales de cannabis aux termes de la *Loi sur le cannabis*.

Brands (« Green Growth ») a lancé une offre publique d'achat sur Aphria, après en avoir publiquement annoncé l'intention le 27 décembre 2018.

L'offre de Green Growth envisageait une opération comportant une contrepartie entièrement en actions évaluée à 2,8 milliards de dollars. Toutefois, la valeur avancée par Green Growth reposait sur un cours de 7 \$ l'action de Green Growth, malgré le fait que son action n'avait jamais connu un cours supérieur à 6,20 \$ à la CSE et avait enregistré un cours de clôture de 5,81 \$ le jour de l'annonce de son offre. Green Growth avait précédemment annoncé qu'elle réaliserait un financement de 300 millions de dollars à 7 \$ l'action pour soutenir la crédibilité de son évaluation; toutefois, elle a également annoncé que la moitié de ce financement serait assuré par une partie qui lui était liée. Le 15 avril 2019, Green Growth et Aphria ont conclu un accord prévoyant la clôture anticipée de l'offre hostile, un moratoire réciproque de 12 mois et la tenue de pourparlers concernant des ententes commerciales potentielles.

Les grandes banques de plus en plus à l'aise dans le secteur du cannabis

Les grandes banques canadiennes ont mis du temps à pénétrer le marché du cannabis, mais l'activité récente révèle que certaines d'entre elles y sont de plus en plus à l'aise. BMO Marchés des capitaux a ouvert la voie : au début de 2018, elle a été le co-chef de file de financements par prise ferme de Canopy, Cronos et Auxly Cannabis Group Inc. (alors appelée Cannabis Wheaton Income Corp.) et, en juin 2018, elle a consenti une facilité de crédit de 200 millions de dollars à Aurora.

Marchés des capitaux CIBC est entrée dans la mêlée : à l'été 2018, elle a agi en tant que placeur pour compte à l'égard d'un placement privé de Canopy Rivers réalisé dans le cadre de son inscription, par voie de prise de contrôle inversée, à la cote de la TSX-V et, en février 2019, elle a agi en tant que preneur ferme à l'égard d'un financement par acquisition ferme de 63,5 millions de dollars pour Canopy Rivers. Le 7 janvier 2019, BMO (en tant que prêteur principal), CIBC et Concerta Bank ont convenu de consentir un financement garanti d'un maximum de 80 millions de dollars à PharmHouse Inc., une coentreprise dont Canopy Rivers est l'un des coentrepreneurs. Par la suite, BMO et CIBC ont de nouveau fait équipe pour offrir un prêt à terme garanti de 65 millions de dollars à Cronos Group et un prêt à terme garanti de 65 millions de dollars à HEXO.

Nous prévoyons que les autres grandes banques canadiennes se lanceront sur le marché au fur et à mesure que le secteur du cannabis continuera de se développer au Canada. La Banque Scotia, pour sa part, a agi en tant que conseiller financier d'Aphria à l'égard de l'offre publique d'achat non sollicitée de Green Growth Brands. Et le 19 mars 2019, la Banque Royale du Canada a consenti une facilité de crédit de 18,7 millions de dollars à Eve & Co Incorporated pour financer la construction d'une serre aux fins de la culture du cannabis.

Changements apportés au traitement des demandes de licences aux termes de la *Loi sur le cannabis*

Le 8 mai 2019, Santé Canada a annoncé des changements importants à sa politique d'examen des demandes de licences de culture, de transformation ou de vente à des fins médicales de cannabis aux termes de la *Loi sur le cannabis*.

Ces demandes ne seront maintenant considérées que si le demandeur dispose d'installations conformes à la réglementation prêtes pour l'exploitation.

Auparavant, les demandeurs de licences liées au cannabis étaient en mesure de faire examiner leurs demandes et d'obtenir certaines garanties quant à l'octroi éventuel d'une licence avant d'engager des sommes dans la construction d'une installation de production. Bon nombre de demandeurs ont été en mesure de réunir des capitaux importants en vue de la construction d'une installation en faisant valoir l'octroi imminent d'une licence. Nous nous attendons à ce que la nouvelle approche de Santé Canada marque un tournant dans l'essor et la maturité du secteur du cannabis au Canada, notamment en ce qui concerne l'activité sur les marchés financiers. Le changement favorisera les émetteurs qui ont les reins assez solides pour investir dans la construction d'installations conformes à la réglementation sans aucune garantie de la part de Santé Canada quant à l'octroi d'une licence. Nous nous attendons également à ce que le changement ait pour effet de diriger les investissements de capitaux vers des émetteurs qui ont une feuille de route qui démontre leur capacité à construire des installations et à obtenir les permis pour celles-ci. Le doute plane encore quant à savoir si le changement parviendra à atténuer les problèmes d'approvisionnement et les délais d'attente que connaissent les demandeurs qui en sont au stade de l'exploitation commerciale ou sur le point de l'être.

À l'horizon

Nous nous attendons à l'avenir à ce que les émetteurs canadiens du secteur du cannabis continuent d'investir activement des capitaux, en mettant l'accent non plus sur l'expansion de la capacité de production au pays, mais sur l'acquisition d'une exposition au marché américain et sur la mise au point de produits de prochaine génération, comme les produits comestibles et les produits de vapotage. De plus, dans la foulée des investissements de Constellation et d'Altria et compte tenu de la réglementation des produits comestibles attendue à l'automne, nous surveillerons le marché canadien du cannabis pour voir si une grande entreprise de biens de consommation emballés décide de s'y lancer.

Les émetteurs du secteur du cannabis inscrits à la TSX ont recours à des approches créatives pour préserver leurs occasions d'affaires aux États-Unis

Alors que la légalisation du cannabis au Canada faisait les manchettes dans le monde en 2018, de nombreux émetteurs du secteur du cannabis ont continué de chercher des occasions d'affaires sur le marché des États-Unis, concurrentiel et beaucoup plus lucratif, malgré le fait que cette substance demeure illégale selon la législation fédérale américaine. En raison de cette incertitude juridique persistante, la Bourse de Toronto (la « TSX ») interdit aux émetteurs inscrits à sa cote de se livrer à des activités liées au cannabis aux États-Unis. En conséquence, les émetteurs du secteur du cannabis inscrits à la TSX qui souhaitent conserver leur inscription et demeurer des précurseurs aux États-Unis s'efforcent d'élaborer des structures créatives qui leur permettront de préserver leur accès au marché américain. Bien que, dans l'immédiat, ces structures permettent aux émetteurs de se conformer aux exigences de la TSX, il est difficile d'évaluer les incidences qu'elles auront à long terme pour les émetteurs et les entreprises dans lesquelles ceux-ci investissent, car l'horizon temporel de la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis demeure très incertain.

Interdiction imposée par la TSX

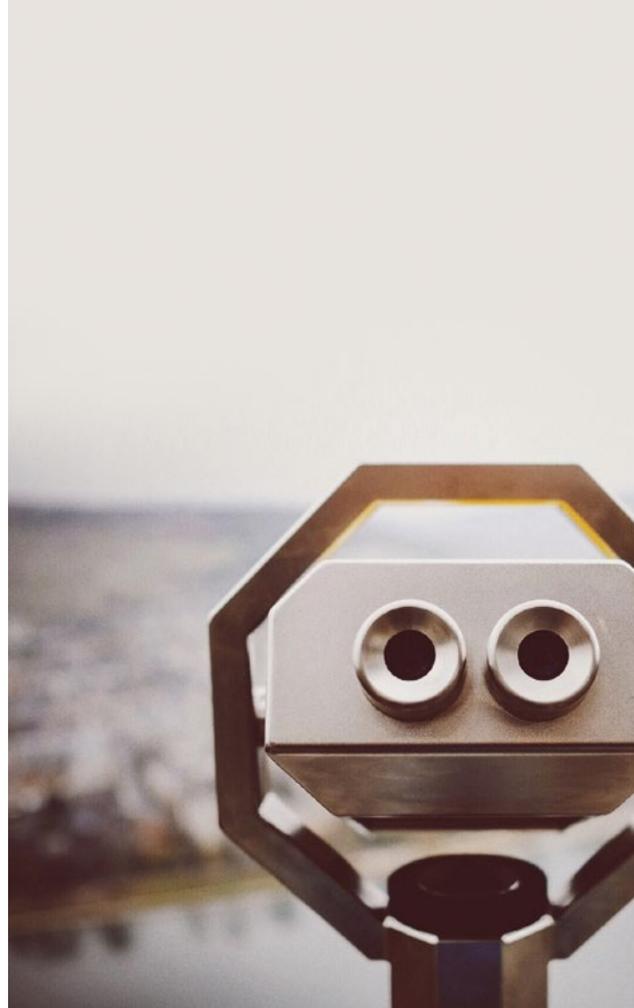
En octobre 2017, la TSX a publié un avis du personnel¹ dans lequel elle avertissait les émetteurs inscrits « qui poursuivent des activités commerciales contrevenant à la législation fédérale américaine portant sur le cannabis qu'ils ne respectent pas les exigences » d'inscription en vigueur. De plus, la TSX a clairement indiqué qu'elle donnait un sens large à l'expression « poursuivre des activités commerciales » afin d'y inclure, par ordre d'importance, le fait de :

- détenir une participation directe ou indirecte ou un investissement dans une entité exerçant des activités liées à la culture, à la distribution ou à la possession du cannabis aux États-Unis (une « entreprise de cannabis américaine »)
- détenir des intérêts commerciaux dans une entreprise de cannabis américaine ou des ententes commerciales avec une entreprise de cannabis américaine qui s'apparentent à une participation ou à un investissement dans une telle entreprise
- fournir des services ou des produits expressément conçus pour une entreprise de cannabis américaine ou destinés à une entreprise de cannabis américaine
- détenir des intérêts commerciaux dans une entreprise ou des ententes commerciales avec une entreprise qui fournit de tels services ou produits à une entreprise de cannabis américaine.

La TSX a recommandé aux émetteurs inscrits de corriger de façon proactive toute non-conformité à l'égard des exigences décrites ci-dessus.

Sortie temporaire du marché des États-Unis, mais planification en vue de la légalisation au niveau fédéral américain...

L'approche la plus simple que peut emprunter un émetteur pour se conformer aux règles de la TSX consiste à se départir de tous ses intérêts dans des entités ayant des activités aux États-Unis, à cesser d'y chercher de nouvelles occasions et à mettre fin à toute relation commerciale avec des fournisseurs de services desservant des entreprises américaines. Toutefois, l'émetteur inscrit à la TSX qui souhaiterait intégrer le marché américain le jour où le



cannabis sera (ou serait) légalisé au niveau fédéral aux États-Unis risquerait alors de faire face à un coût d'investissement considérablement accru en raison de la réduction correspondante du risque réglementaire qu'aurait entraîné la légalisation. Par conséquent, ces émetteurs pourraient préserver beaucoup de valeur s'ils parviennent à structurer leurs investissements aux États-Unis de manière à satisfaire aux exigences de la TSX tout en conservant la possibilité d'intégrer le marché américain à des conditions raisonnables advenant la légalisation du cannabis aux États-Unis. Voici quelques exemples de méthodes employées à ce jour :

En octobre 2017, la TSX a publié un avis du personnel dans lequel elle avertissait les émetteurs inscrits « qui poursuivent des activités commerciales contrevenant à la législation fédérale américaine portant sur le cannabis qu'ils ne respectent pas les exigences » d'inscription en vigueur.

¹ Avis du personnel de la TSX 2017-0009.

CHAPITRE 02

Les émetteurs du secteur du cannabis inscrits à la TSX ont recours à des approches créatives pour préserver leurs occasions d'affaires aux États-Unis

Toutes les approches précitées ont en commun de permettre à l'émetteur inscrit à la TSX de conserver la possibilité de « réintégrer » son investissement au moment de la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis.

– **Dessaisissement avec droit de réinvestissement conditionnel.** Dans deux cas distincts, des émetteurs inscrits à la TSX se sont départis de leurs intérêts dans des entités exerçant des activités liées au cannabis aux États-Unis. Dans le premier cas, l'émetteur a transféré ses intérêts à ses actionnaires et dans le second, l'émetteur a vendu ses intérêts à des tiers. Dans chaque cas, l'émetteur inscrit à la TSX a conservé le droit de réinvestir dans l'entité dont il avait cédé les actions moyennant réalisation de certaines conditions, la principale étant la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis. Dans l'un des cas, l'émetteur bénéficiait d'un délai de dix ans pour réinvestir au moyen de bons de souscription; dans l'autre cas, l'émetteur a obtenu un droit de rachat des actions pouvant être exercé sur cinq ans auprès des tiers acheteurs.

– **Conversion d'actions participantes en actions non participantes avec droit de réinvestissement conditionnel.** Dans un autre cas, un émetteur inscrit à la TSX détenait une participation importante dans un émetteur du secteur du cannabis inscrit à la cote de la Bourse des valeurs canadiennes (la « CSE ») qui souhaitait profiter d'occasions d'affaires à l'extérieur du Canada, notamment aux États-Unis. L'émetteur inscrit à la TSX a échangé ses actions ordinaires contre des actions sans droit de vote et non participantes d'une nouvelle catégorie de l'émetteur inscrit à la CSE qui sont échangeables contre des actions ordinaires à certaines conditions, la principale étant la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis. L'émetteur inscrit à la CSE a convenu, notamment, de ne pas déclarer ni verser de dividende au cours de la période pendant laquelle les actions échangeables sont en circulation, sous réserve d'une période maximale de dix ans.

– **Acquisition d'un intérêt conditionnel.** Dans deux cas distincts, un émetteur inscrit à la TSX a acquis une option lui permettant d'acquérir une participation dans une entité saisissant des occasions d'affaires aux États-Unis. Dans le premier, l'émetteur a acquis des bons de souscription

pouvant être échangés contre des actions ordinaires à la réalisation de certaines conditions, dont la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis; dans le second, l'émetteur a versé une prime en espèces à des actionnaires existants et obtenu le droit d'acquérir les actions elles-mêmes au moment où le cannabis sera légalisé au niveau fédéral aux États-Unis. Dans le premier cas, les bons de souscription expirent deux ans suivant la légalisation, sous réserve d'une durée maximale de quinze ans; dans le second, le droit d'acquérir les actions expire après 90 mois.

... Mais quelle valeur et durée doit-on attribuer à de tels droits?

Toutes les approches précitées ont en commun de permettre à l'émetteur inscrit à la TSX de conserver la possibilité de tirer pleinement avantage de son investissement au moment de la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis. L'horizon temporel incertain ajoute un élément intéressant à l'étude d'un projet de restructuration. En effet, tant l'émetteur inscrit à la TSX que l'entreprise dont celui-ci détient des actions doivent prendre en considération certaines questions clés, dont les suivantes :

– **Dans quel délai l'investisseur devrait-il pouvoir réaliser son investissement?** Du point de vue de l'émetteur inscrit à la TSX, l'idéal serait de préserver son investissement conditionnel tant que le cannabis n'a pas été légalisé au niveau fédéral aux États-Unis. L'émetteur inscrit à la TSX doit toutefois prendre en considération le fait que ses propres actionnaires visent la création de valeur et donc évaluer avec soin pendant combien de temps il est disposé à conserver un placement non participant. De son côté, l'entreprise qui accorde le droit d'investissement éventuel doit tenir compte de l'incidence d'une offre excédentaire potentiellement indéfinie, y compris l'incidence, le cas échéant, de cette offre excédentaire sur sa capacité d'obtenir du financement supplémentaire ou d'apporter des changements à sa structure du capital.

Dans notre viseur

- Quel est le prix approprié auquel l'investisseur devrait pouvoir investir?

Compte tenu du fait que la structure novatrice de l'investissement indirect dans le secteur américain du cannabis est motivée par des forces indépendantes de la volonté de l'émetteur inscrit à la TSX, on pourrait avancer que le prix de son investissement devrait correspondre à l'évaluation de l'entreprise au moment où le droit d'investissement éventuel est structuré. Par ailleurs, on pourrait aussi soutenir que plus l'horizon temporel de l'investissement est lointain, plus il est possible que ce prix permette à l'émetteur inscrit à la TSX de tirer profit de la croissance enregistrée au cours de la période écoulée, à laquelle il aura sans doute peu contribué.

- **La structure risque-t-elle de constituer une « pilule empoisonnée » faisant obstacle aux possibilités de fusions ou d'acquisitions?** En ce qui concerne les entreprises visées par un droit d'investissement éventuel qui sont elles-mêmes cotées en bourse, en particulier dans un secteur naissant qui connaît un essor rapide comme celui du cannabis, une partie de l'attrait pour les investisseurs réside probablement dans la possibilité de se retirer de l'investissement à l'occasion d'une opération de changement de contrôle tout en bénéficiant d'une prime importante. À cet égard, il importerait d'envisager des mesures de précaution appropriées pour que les offres d'achat présentées de bonne foi par des tiers ne soient pas compromises par une offre excédentaire éventuelle causée par une participation en actions conditionnelle importante.

- **La structure a-t-elle d'autres conséquences non intentionnelles?** Toute structure nouvelle peut créer un certain nombre de problèmes comptables, fiscaux ou autres qu'il importe d'examiner attentivement, en particulier lorsque l'investissement vise des entités exerçant des activités des deux côtés de la frontière. En ce qui concerne la structure du capital, il est possible que d'autres actionnaires de l'entreprise visée par l'investissement subissent à terme une dilution (par exemple, si le droit d'investissement éventuel prend la forme de bons de souscription ou d'un autre type d'option d'achat) ou voient leurs droits de vote et leur participation augmenter proportionnellement (par exemple, lorsque des actions participantes sont converties en actions non participantes). Dans tous les cas, la dynamique entre les actionnaires restants pourrait être considérablement modifiée selon la répartition des droits de vote et des participations à la suite de la restructuration.

Il se peut fort bien que la plupart des émetteurs aient déjà réglé les problèmes de conformité aux règles d'inscription de la TSX, étant donné les conséquences du non-respect de ces règles et le temps écoulé depuis la publication de l'avis. Toutefois, nous continuons de voir apparaître des structures nouvelles pour encadrer l'accès éventuel au marché américain. Dans un secteur émergent caractérisé par une incertitude juridique persistante, on peut s'attendre à ce que des problèmes similaires de conformité aux règles régissant les marchés des capitaux se posent à l'avenir et obligent les sociétés de ce secteur à relever de nouveaux défis de structure. Par conséquent, les émetteurs et les investisseurs auraient tout intérêt à procéder à une évaluation appropriée de leurs risques connexes afin de pouvoir prendre des décisions éclairées. Même si l'appétit pour le risque des entreprises investissant dans le secteur du cannabis, quelle que soit la structure du placement, demeure apparemment inépuisable et robuste, nous garderons un œil sur l'évolution de ces structures pour voir si elles résistent à l'épreuve du temps dans l'éventualité où l'incertitude politique se prolongerait aux États-Unis.

Cryptomonnaies : les chaînes de blocs conserveront-elles leur intérêt en 2019?

À la suite de l'essor fulgurant de la technologie de la chaîne de blocs au second semestre de 2017, beaucoup prédisaient que cette technologie sous-jacente au bitcoin engendrerait des innovations majeures et perturberait de nombreux secteurs d'activité. Mais si 2018 a été accueillie comme « l'année de la chaîne de blocs », elle s'est avérée une période turbulente pour cette technologie naissante. L'ensemble des cryptoactifs ont subi de fortes baisses de prix et, partout dans le monde, les organismes de réglementation ont intensifié leurs mesures d'application de la loi. En dépit de ces défis, la technologie de la chaîne de blocs continue d'attirer l'attention du grand public et d'être de plus en plus acceptée. En 2018, au Canada et aux États-Unis, les déclarations et les mesures d'application de la loi des organismes de réglementation ont élucidé la façon dont est déterminée la légalité des premières émissions d'une cryptomonnaie (les « PEC » ou *initial coin offerings*), des bourses de cryptoactifs et d'autres activités fondées sur les chaînes de blocs. À mesure que les organismes de réglementation se sont mis à éprouver les PEC, les émissions de jetons-valeurs (les « EJV » ou *security token offerings*) sont devenues une solution de rechange permettant de respecter la réglementation.

Nous présentons ci-dessous un résumé des faits nouveaux et des principales considérations intéressantes pour ceux qui cherchent à démarrer ou à continuer de développer des entreprises fondées sur cette technologie énigmatique.

Émissions de jetons : diminution des PEC, hausse des EJV

– Les lois sur les valeurs mobilières s'appliquent aux PEC.

Auparavant, les émetteurs de jetons cherchaient à nier l'applicabilité des lois sur les valeurs mobilières en décrivant leurs PEC comme des ventes de « jetons utilitaires » (qui remplissent une fonction précise sur le réseau d'une chaîne de blocs et facilitent l'accès à un produit ou service) plutôt que de « jetons-valeurs » (qui représentent une participation dans un actif sous-jacent, comme les titres traditionnels). En 2018, les organismes de réglementation des valeurs mobilières du Canada et des États-Unis ont rejeté cet argument à maintes reprises, soutenant que la majorité des jetons utilitaires – malgré leur fonctionnalité – constituaient des « contrats d'investissement » auxquels s'appliquaient les lois sur les valeurs mobilières.

– Les jetons d'un réseau « suffisamment décentralisé » ne sont pas des valeurs mobilières. Le directeur de la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC »), William Hinman, a soulevé la possibilité que les caractéristiques d'un jeton puissent évoluer de sorte qu'après un certain temps, le jeton ne serait plus considéré comme une valeur mobilière. La distinction portait sur la question de savoir si le réseau dans lequel un jeton doit fonctionner est « suffisamment décentralisé », de sorte qu'il n'y ait plus de tiers dont les efforts constituent un facteur déterminant dans l'entreprise. M. Hinman a cité la chaîne de blocs Ethereum comme exemple d'un réseau qui ne dépend plus des efforts d'une autorité centralisée justifiant l'application des lois sur les valeurs mobilières.

– Il reste beaucoup d'incertitude concernant les PEC.

À ce jour, seules des indications fragmentaires ont été données par les organismes de réglementation quant aux caractéristiques qui permettent de conclure qu'un réseau est suffisamment décentralisé et entièrement fonctionnel. Les émetteurs qui effectuent une PEC afin de mobiliser des fonds pour financer le développement continu du réseau et qui continuent d'exercer un certain niveau de contrôle sur leurs plateformes respectives n'ont toujours pas trouvé

le moyen de se soustraire à l'application des lois sur les valeurs mobilières. Toutefois, les questions clés utilisées pour déterminer si un jeton peut se transformer en actif autre qu'une valeur mobilière seront l'utilité pratique du jeton, la mise en place d'un écosystème solide et le fait de compter sur les efforts d'autrui pour réaliser des profits.

– **Mesures réglementaires soutenues.** Aux États-Unis, les organismes de réglementation prennent de plus en plus de mesures rigoureuses contre les émetteurs et les promoteurs de PEC non inscrites. Dans les affaires Paragon et Airfox, malgré l'insistance de ces émetteurs sur le caractère utilitaire de leurs jetons, la SEC s'est surtout attachée à l'expectative de profit, créée notamment au moyen d'activités publicitaires dans les médias sociaux, les blogues et les communications numériques. Les déclarations selon lesquelles les émissions avaient pour but de réunir des capitaux pour financer le développement continu d'entreprises existantes ont été jugées particulièrement importantes. Les mesures d'application de la loi prises par la SEC comprenaient, pour la première fois, des amendes substantielles imposées à des émetteurs et à des promoteurs de PEC, malgré l'absence d'allégations de fraude ou d'information fautive ou trompeuse.

– **EJV conformes aux lois sur les valeurs mobilières.** À mesure que les organismes de réglementation du Canada et des États-Unis se sont mis à éprouver les PEC, les EJV sont devenues une solution de rechange permettant de respecter la réglementation. Les EJV sont des émissions de jetons numériques considérés comme des « valeurs mobilières » au sens des lois sur les valeurs mobilières, qui sont réalisées en application de toutes les règles visant les valeurs mobilières classiques non représentées par des

Les questions clés utilisées pour déterminer si un jeton peut se transformer en actif autre qu'une valeur mobilière seront l'utilité pratique du jeton, la mise en place d'un écosystème solide et le fait de compter sur les efforts d'autrui pour réaliser des profits.

L'accord simple pour des jetons futurs (l'« ASJF » ou *Simple Agreement for Future Tokens*) est un contrat écrit conclu avant la mise en place d'une plateforme pour chaîne de blocs, qui donne à son porteur un droit sur des jetons entièrement fonctionnels qui lui sont livrés à la mise en place de la plateforme.

jetons. Les émetteurs de jetons qui souhaitent réunir des fonds et éviter le processus long et coûteux de publication d'un prospectus ou d'une *registration statement* (selon la *Securities Act* des États-Unis) peuvent se prévaloir de certaines dispenses des exigences des lois sur les valeurs mobilières. Toutefois, les dispenses actuellement disponibles limitent habituellement le montant des capitaux pouvant être levés, imposent aux émetteurs certaines obligations d'information continue et produisent des jetons qui ne sont pas librement négociables.

– **Les plateformes d'EJV sont de plus en plus acceptées.** En 2017, nous avons commenté l'approbation, par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO »), d'une émission de jetons de Token Funder Inc., société qui travaille à mettre au point une plateforme facilitant le placement de titres liés à une chaîne de blocs qui soient conformes aux lois. Au cours de la dernière année, plusieurs entreprises ont lancé des plateformes semblables pour faciliter l'émission de jetons-valeurs conformes. En 2018, tZero, la filiale d'Overstock centrée sur la technologie de la chaîne de blocs qui est en train d'élaborer une plateforme de négociation pour les jetons-valeurs, a levé plus de 100 millions de dollars américains au moyen de sa propre EJV. Nous nous attendons à ce qu'un plus grand nombre d'entreprises décident de lever des capitaux au moyen d'EJV, au fur et à mesure que le marché des jetons-valeurs continuera de se développer.

– **Le modèle des ASJF renaît.** L'accord simple pour des jetons futurs (l'« ASJF » ou *Simple Agreement for Future Tokens*) est un contrat écrit conclu avant la mise en place d'une plateforme pour chaîne de blocs, qui donne à son porteur un droit sur des jetons entièrement fonctionnels qui lui sont livrés à la mise en place de la plateforme. L'émetteur qui vend des ASJF à des investisseurs le fait aux termes d'une dispense de prospectus et mobilise ainsi des capitaux

dans le respect des lois sur les valeurs mobilières. Les ASJF ont perdu de leur popularité à la suite de critiques selon lesquelles le fait de diviser artificiellement l'opération en plusieurs étapes ne changeait rien au fait que les acheteurs avaient acquis des jetons à des fins de placement. De plus, rien ne garantit que les jetons, une fois émis, ne seront pas des valeurs mobilières. La SEC n'a pas donné son avis sur les émissions d'ASJF, mais l'idée que des jetons initialement émis sous forme de valeurs mobilières pourraient évoluer pour devenir autre chose que des valeurs mobilières a suscité un regain d'optimisme à l'égard du modèle des ASJF. La question de savoir si les jetons émis à la conversion d'un ASJF sont suffisamment décentralisés dépendra en fin de compte des faits et des circonstances entourant la conversion.

Bourses : décentralisées ou non, elles doivent être conformes

– **Les organismes de réglementation s'en prennent aux bourses de cryptomonnaies.** Le lancement de l'« opération Cryptosweep » – une campagne multiterritoriale lancée par les organismes de réglementation des valeurs mobilières nord-américains ayant pour but d'enquêter sur les produits de placement liés à la cryptomonnaie – a donné lieu à 200 enquêtes et à près de 50 mesures d'application de la loi contre des entreprises de chaînes de blocs. Les enquêtes n'ont pas été limitées aux émetteurs ayant effectué des PEC; en effet, des lettres de demande de renseignements ont été adressées à de nombreuses grandes bourses de cryptomonnaies. Les organismes de réglementation s'inquiètent de l'absence de contrôles pour protéger les investisseurs. En outre, bon nombre de ces bourses de cryptomonnaies offrent des jetons qui sont susceptibles d'être qualifiés de valeurs mobilières, sans remplir les conditions requises pour fonctionner comme bourses de valeurs mobilières (et sans en être exemptées).

– **Vérification des jetons par les bourses de cryptomonnaies.**

Alors que l'on connaît le cadre réglementaire des bourses de valeurs mobilières, on ne sait pas précisément quelles sont les autres règles qui s'appliquent aux opérations sur cryptoactifs à l'extérieur de ce cadre réglementaire. Même si, dans ce secteur, des pratiques exemplaires ont été adoptées pour gérer l'ambiguïté et réduire la probabilité de mesures d'application de la loi par les organismes de réglementation, certaines bourses de cryptomonnaies au Canada et aux États-Unis ont mis en place des procédures de vérification rigoureuses afin d'éviter d'accepter des jetons pouvant être considérés comme des valeurs mobilières, dans l'espoir de ne pas être assujetties à une obligation d'inscription en tant que bourses de valeurs mobilières. Récemment, toutefois, d'importantes bourses de cryptomonnaies ont annoncé avoir demandé ou avoir l'intention de demander l'autorisation d'exploiter un système de négociation parallèle, de façon à pouvoir offrir des titres basés sur la technologie de la chaîne de blocs dans le respect des lois sur les valeurs mobilières.

– **L'affaire QuadrigaCX pourrait provoquer des changements.**

En février 2019, QuadrigaCX, qui a déjà été la plus grande bourse de cryptomonnaies au Canada, a obtenu de la Cour suprême de la Nouvelle-Écosse l'autorisation de se placer sous la protection de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* à la suite du décès soudain du fondateur et chef de la direction de QuadrigaCX, Gerald Cotten. Longtemps aux prises avec des problèmes de liquidité en raison de différends avec ses fournisseurs de services de paiement, QuadrigaCX aurait été incapable de retracer jusqu'à 137 millions de dollars américains de fonds bloqués dans des portefeuilles hors ligne auxquels seul Cotten avait accès. L'affaire QuadrigaCX est un exemple des risques associés aux bourses non réglementées de cryptomonnaies, et de nombreux critiques demandent qu'elles soient soumises à la surveillance des organismes de réglementation dans le but de réduire les risques de



mauvaise gestion ou de perte des fonds des investisseurs. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières ont récemment publié un projet de cadre de réglementation des bourses de cryptomonnaies qui traite des risques accrus que présentent ces plateformes au chapitre de la protection des investisseurs. Toutefois, étant donné que le cadre proposé est axé sur les bourses de valeurs mobilières, il faudra en déterminer l'incidence sur les bourses où sont négociées les cryptomonnaies qui ne sont pas des valeurs mobilières.

– **Obligation d'inscription des bourses établies à l'étranger.**

Dans une [communication antérieure](#), il a été question de l'approbation par la CVMO d'une entente de règlement à l'amiable avec eToro (Europe) Limited, société de courtage établie à Chypre qui exploite une plateforme de négociation en ligne de cryptomonnaies et d'actions. Le règlement indique que la CVMO adoptera une position plus stricte à l'égard des bourses et des plateformes de négociation établies à l'étranger qui offrent des valeurs mobilières aux résidents de l'Ontario sans respecter les exigences d'inscription et de prospectus de cette province. La CVMO vise notamment les plateformes offrant des jetons liés à une chaîne de blocs ou à une cryptomonnaie qui constituent des « contrats d'investissement » et des « valeurs mobilières » au sens de la législation des valeurs mobilières de l'Ontario.

– **Les bourses décentralisées non inscrites pourraient être l'objet de sanctions.** La SEC des États-Unis a récemment conclu un règlement à l'amiable prévoyant des sanctions à l'endroit de Zachary Coburn, fondateur de la populaire bourse de cryptomonnaies EtherDelta, qui était exploitée en tant que bourse de valeurs mobilières non inscrite. Il est intéressant de noter qu'EtherDelta a été présentée comme une « bourse décentralisée » facilitant les ordres entre acheteurs et vendeurs par l'intermédiaire d'un contrat intelligent, mais il lui manquait sans doute certaines des caractéristiques de la centralisation nécessaires pour être considérée comme une bourse de valeurs. Néanmoins, plus de 500 jetons ERC-20 étaient inscrits à la bourse EtherDelta, dont bon nombre étaient considérés par la SEC comme des valeurs mobilières, et Coburn exerçait un certain contrôle sur l'image et le fonctionnement du système. En se penchant sur le cas d'une bourse décentralisée, la SEC a signalé qu'il ne suffit pas, pour ceux qui exercent un certain niveau de contrôle sur une bourse, d'en décentraliser les activités pour être déchargés de la responsabilité résultant d'une violation des lois sur les valeurs mobilières.

Fonds d'investissement dans les cryptomonnaies : pas encore grand public

– **Le fonds d'investissement en bitcoins n'est pas « dans l'intérêt public ».** Le 15 février 2019, le directeur des Fonds d'investissement et produits structurés de la CVMO (le « directeur ») a refusé de viser le prospectus du « Bitcoin Fund », un fonds d'investissement géré par 3iQ Corp. qui avait l'intention d'en investir la presque totalité des actifs en bitcoins. Le refus du directeur de délivrer le visa était fondé sur des préoccupations concernant l'établissement de la valeur, la manipulation du marché et la garde des actifs et sur son affirmation qu'un visa « ne serait pas dans l'intérêt public » en raison de l'absence de réglementation du marché des bitcoins. De plus, le directeur est arrivé à la conclusion que le prospectus passait outre aux restrictions imposées par la législation en valeurs mobilières sur les actifs non liquides que peuvent détenir les fonds, du fait que les bitcoins ne sont pas négociés sur des marchés où les cours, établis par cotations publiques d'usage commun, sont largement diffusés. Il s'agit maintenant de savoir, à la suite de cette décision, quand le bitcoin sera accepté par les organismes de réglementation comme principal actif sous-jacent d'un fonds. De plus, il est évident, d'après sa décision, que la CVMO n'est pas persuadée que le marché actuel des bitcoins est suffisamment solide pour que les investisseurs individuels soient autorisés à y participer. 3iQ Corp. a déposé auprès de la CVMO une requête d'audience publique pour l'examen de la décision du directeur en affirmant que le directeur avait imposé au Bitcoin Fund des exigences plus rigoureuses que celles qui sont imposées aux fonds investissant dans des catégories d'actifs classiques.

Ce qui nous attend

La conjoncture juridique des bourses de cryptomonnaies et des émissions de jetons continue d'être marquée par l'incertitude. Les questions qui demeurent ne seront probablement pas réglées avant un bon moment, le temps que les organismes de réglementation élaborent le cadre permettant de gérer les risques connexes.

La tendance des organismes de réglementation à « régler par mesures d'application de la loi » se poursuivra sans doute en 2019. L'intensification des mesures d'application de la loi et les initiatives de réglementation conjointes donneront probablement lieu à une multitude de règlements à l'amiable et de décisions de la part des organismes gouvernementaux compétents en Amérique du Nord, lesquels fourniront des indications utiles, mais limitées, quant aux mesures que les entreprises du secteur des chaînes de blocs devraient prendre pour atténuer le risque de sanctions réglementaires et ce, jusqu'à la mise en place de cadres réglementaires plus complets.



Les grandes tendances

Le retour de la prise de contrôle inversée

À la suite de la légalisation du cannabis à usage récréatif au Canada, en 2018, les marchés financiers canadiens sont devenus un terrain fertile pour le financement des émetteurs du secteur du cannabis, tant étrangers que canadiens. Plusieurs émetteurs du secteur du cannabis sont devenus des sociétés cotées par suite d'une prise de contrôle inversée (une « PCI », aussi appelée acquisition inversée ou fusion inversée) dans le but d'accéder à ces marchés, dont Aurora Cannabis, Curaleaf, Zenabis, MJardin, IGC Resources, Pure Global Cannabis et MedMen. Depuis 2017, 66 émetteurs du secteur du cannabis ont annoncé ou réalisé une PCI.

La Bourse des valeurs canadiennes (la « CSE ») a connu un nombre particulièrement élevé de PCI dans le secteur du cannabis, étant donné que ses règles permettent l'inscription à sa cote de sociétés du secteur du cannabis exerçant des activités aux États-Unis, tandis que la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance interdisent aux émetteurs inscrits à leur cote d'exercer des activités dans le domaine de la culture ou de la distribution du cannabis et certaines activités connexes ou d'investir dans des entreprises exerçant de telles activités aux États-Unis.

Comment fonctionne la PCI?

Une PCI est une opération par laquelle une société ouverte (la « SO »), dont les actions sont inscrites à la cote d'une bourse, acquiert toutes les actions d'une société cible (la « SC ») qui possède des actifs d'exploitation ou une entreprise en exploitation, mais dont les actions ne sont pas cotées en bourse. Par suite de l'acquisition, les actionnaires de la SC échangent leurs actions contre des actions de la SO qui, pour sa part, détient les actions de l'entreprise en exploitation (la SC). Une PCI est généralement considérée comme une solution de rechange au premier appel public à l'épargne (un « PAPE ») qui comporte moins de risques à l'exécution et permet d'obtenir un accès plus large aux marchés financiers canadiens.

Pour une PCI, contrairement à un PAPE classique, les documents d'information, en général, ne font pas l'objet d'un examen des commissions des valeurs mobilières, mais seulement de la bourse à la cote de laquelle l'émetteur souhaite s'inscrire. Cette façon de procéder réduit le fardeau réglementaire pour l'émetteur, mais élimine un élément important de la protection des investisseurs.

La structure et la taille des PCI sont variables, mais elles comportent généralement un échange par les actionnaires de la SC de toutes leurs actions de la SC contre des actions de la SO, dont le prix d'émission réputé correspond à la valeur des actifs d'exploitation ou de l'entreprise en exploitation de la SC. Étant donné que la valeur des actifs d'exploitation ou de l'entreprise en exploitation de la SC est généralement beaucoup plus élevée que la valeur de la SO avant l'opération, les actionnaires de la SC finiront par contrôler une majorité importante des actions de la SO à la suite de la PCI.

Qu'est-ce qui explique l'augmentation du nombre des PCI?

La tendance récente à la hausse du nombre des PCI est consécutive au ralentissement du marché des PAPE au Canada et pourrait s'expliquer par le fait que les PCI (i) n'exigent pas nécessairement un financement concomitant ou (ii) sont souvent précédées d'un placement privé de reçus de souscription, permettant ainsi aux sociétés fermées, avant de se transformer en sociétés



Une PCI est généralement considérée comme une solution de rechange au premier appel public à l'épargne (un « PAPE ») qui comporte moins de risques à l'exécution et permet d'obtenir un accès plus large aux marchés financiers canadiens.

En règle générale, lorsqu'une opération de financement a lieu avant la PCI, le produit du financement est entiercé jusqu'à ce que l'émetteur mène à terme la PCI visant son inscription en bourse, faute de quoi les fonds des investisseurs leur sont remis.

ouvertes, a) de déterminer l'intérêt des investisseurs, et b) d'obtenir leur financement. En règle générale, lorsqu'une opération de financement a lieu avant la PCI, le produit du financement est entiercé jusqu'à ce que l'émetteur mène à terme la PCI visant son inscription en bourse, faute de quoi les fonds des investisseurs leur sont remis. Quel que soit le cas, la perspective pour un émetteur de devenir une société cotée sans avoir besoin de financement ou en sachant qu'il a obtenu le financement dont il avait besoin réduit considérablement le risque associé au processus d'exécution. En revanche, un PAPE peut nécessiter de la part d'un émetteur le paiement de sommes importantes en honoraires professionnels sans qu'il sache si le marché lui est favorable ou si l'opération, en fin de compte, sera réussie.

Avantages et inconvénients de la PCI

Comme toute opération structurée, la PCI comporte plusieurs avantages et inconvénients.

AVANTAGES :

- réduit le risque associé à l'exécution en permettant aux sociétés fermées de s'introduire en bourse en sachant qu'elles ont déjà leur financement ou même sans financement;
- peut être moins dispendieuse et plus rapide qu'un PAPE;
- ne comporte, en général, pas d'examen de la part des autorités de réglementation, mais seulement de la bourse visée;
- procure une bouée de sauvetage à une SO dormante et plus de liquidité et de valeur aux actionnaires de la SO souhaitant céder leurs actions après l'opération;

- n'impose pas, en général, de responsabilité au titre du prospectus aux administrateurs, dirigeants et actionnaires vendeurs.

INCONVÉNIENTS :

- nécessite une validation moins poussée du marché de la SC qu'un PAPE;
- nécessite généralement la tenue d'une assemblée des actionnaires de la SO;
- peut être l'objet de discrédit en raison de scandales passés (Sino-Forest) ou du volume des opérations et vue comme une manœuvre;
- entraîne la dilution automatique des actions de la SC (par l'entremise des actions de la SO);
- peut être assujettie à des exigences de parrainage ou de contrôle diligent de la part d'organisations membres de la bourse lorsqu'aucun financement concomitant n'est disponible;
- peut entraîner une restructuration à des fins fiscales et mener à une structure d'entreprise compliquée à la suite de l'opération, comportant le démantèlement des structures de société de portefeuille et de société d'exploitation.

Programmes semblables aux PCI parrainés par les bourses

La Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX ont toutes deux mis en place des programmes d'échange permettant la réalisation d'opérations et la création de structures qui, sur le plan fonctionnel, produisent les mêmes résultats que les PCI.

Principaux points à retenir

L'expérience acquise suite à l'utilisation massive des PCI par les émetteurs du secteur du cannabis souhaitant s'introduire en bourse met en évidence trois principaux points concernant les PCI :

- puisque les PCI peuvent être réalisées après l'obtention d'un financement ou sans financement, les émetteurs ont été en mesure d'éviter ou de minimiser les risques de marché et d'exécution associés à leurs opérations de transformation en sociétés ouvertes;
- puisque les PCI peuvent être moins dispendieuses en termes d'honoraires professionnels et d'autres frais et plus rapides que le processus du PAPE, bon nombre d'émetteurs de secteurs « chauds » souhaitant s'introduire sur le marché le plus rapidement possible ont opté pour les PCI;
- puisque la note d'information visant le placement initial n'est pas examinée par les organismes de réglementation des valeurs mobilières, les émetteurs réalisant une PCI peuvent faire l'objet d'un examen supplémentaire de la part de ces organismes au moment du dépôt de leur premier prospectus suivant la PCI.

Il reste à voir si les émetteurs d'autres secteurs d'activité se tourneront avec autant d'enthousiasme vers les PCI que les émetteurs du secteur du cannabis (et, avant eux, les petites sociétés minières), mais pour les émetteurs des marchés plus spéculatifs ou plus « chauds », les PCI resteront une solution de rechange au PAPE intéressante pendant un certain temps.

En 2008, la Bourse de Toronto a mis en place le programme des sociétés d'acquisition à vocation spécifique (les « SAVS »), qui constitue une autre voie pour l'inscription à la cote de cette bourse. Le programme comporte un processus d'inscription en deux étapes selon lequel la SAVS est d'abord inscrite à titre de société inactive ne possédant que des liquidités et devant réunir au moins 30 millions de dollars. La SAVS doit ensuite, dans les 36 mois suivant son inscription, affecter cette somme à l'acquisition d'une entreprise en exploitation ou d'actifs d'exploitation constituant une acquisition admissible.

Vers la fin des années 1980, la Bourse de croissance TSX a mis en place le programme des sociétés de capital de démarrage (les « SCD »), qui offre un mécanisme différent d'inscription à la cote de cette bourse. Semblable au programme des SAVS, le programme des SCD comporte un processus d'inscription en deux étapes selon lequel la SCD est d'abord inscrite à titre de société inactive ne possédant que des liquidités et devant réunir entre 200 000 \$ et 4 750 000 \$. Elle doit ensuite, dans les 24 mois suivant son inscription, affecter cette somme à l'acquisition d'une entreprise en exploitation ou d'actifs d'exploitation.

Rémunération au résultat selon un contrat de services de conseil : mise en garde pour les conseillers financiers (et leurs clients)

La décision de la Cour d'appel de l'Ontario dans *RBC Dominion Securities v. Crew Gold Corporation* souligne l'importance de définir clairement les circonstances dans lesquelles un conseiller financier a droit à une rémunération au résultat. De plus, la décision laisse entendre que les tribunaux seront peu disposés à conclure que le conseiller financier a droit à une rémunération au résultat pour des opérations non liées au travail qu'il a effectué. En particulier, les parties devraient envisager de préciser si un « lien de causalité » doit exister ou non entre les activités du conseiller et l'opération pour qu'une rémunération au résultat lui soit payable.

Le mandat de services de conseil dans l'affaire *Crew Gold*

En 2009, Crew Gold Corporation (« Crew ») a retenu les services de RBC afin que celle-ci l'aide à évaluer différentes options stratégiques. Selon les modalités du contrat de mission, RBC avait droit à une rémunération au résultat pour une « opération » réalisée pendant la durée du contrat ou au cours des douze mois suivants, que l'acheteur ait été sollicité ou non par RBC.

Dans le contrat de mission, on avait défini « opération » comme une opération potentielle comportant la vente ou l'aliénation directe ou indirecte de Crew et stipulé qu'une opération pouvait être constituée i) de la vente de la totalité ou d'une partie importante des actions, des activités ou des actifs de Crew à un tiers; ii) d'un placement d'un tiers dans Crew entraînant un changement de contrôle; ou iii) d'une fusion, d'un arrangement ou d'une autre transaction visant Crew et un tiers en vue de la réalisation d'une telle vente ou aliénation.

La recherche de l'opération stratégique

Au cours du mandat de RBC, Crew a restructuré ses débetures en circulation et son conseil d'administration a examiné plusieurs options stratégiques que lui a présentées RBC. Après la restructuration des débetures et pendant que le conseil examinait ces options, un actionnaire de Crew (qui avait obtenu ses actions à la faveur de la restructuration des débetures) a vendu son bloc d'actions à Endeavour Financial Corporation (« Endeavour »), sans la participation de Crew ou de RBC. Cette opération a porté la participation d'Endeavour dans Crew à 43 %. À la suite de cette opération, RBC a été « mise de côté », car Crew s'est concentrée sur l'opération potentielle avec Endeavour.

La lutte pour le contrôle de Crew

Dans les jours suivant l'achat des actions par Endeavour, OAO (« Severstal »), société minière russe, a commencé à accroître sa participation dans Crew. La course pour le contrôle et la propriété ultimes de Crew était lancée, et c'est la lutte entre Endeavour et Severstal qui est devenue

le centre de l'attention. Crew a confié à un autre conseiller financier la mission de la conseiller à l'égard de la lutte imminente pour la prise de contrôle de son entreprise et a mis fin à la mission de conseil de RBC. Endeavour a fini par vendre sa participation de 43 % dans Crew à Severstal environ deux mois après la résiliation du contrat de mission de RBC. Severstal a privatisé Crew plusieurs années plus tard selon un plan d'arrangement. RBC a prétendu qu'elle avait droit à une rémunération au résultat pour l'opération entre Endeavour et Severstal, que Crew a refusé de payer, même si l'opération était, *a priori*, clairement envisagée comme une opération au sens du contrat de mission de RBC, à l'égard de laquelle une rémunération au résultat était payable.

Pas de rémunération sans lien de causalité?

En première instance, le tribunal a jugé que l'intention de RBC et de Crew était que RBC recevrait une rémunération au résultat seulement s'il y avait un « lien de causalité » entre les activités de RBC et l'opération en question. Cette interprétation est quelque peu surprenante étant donné que la rémunération au résultat était expressément payable même si ce n'était pas RBC qui présentait l'acheteur à Crew ou si la participation de RBC n'était pas une cause importante de l'opération. De plus, le tribunal a conclu que l'intention de RBC et de Crew n'était pas que le contrat de mission s'applique de façon générale à toute vente d'actions par un actionnaire de Crew, même si la définition de l'opération comprenait la vente d'une partie importante des actions de Crew par Crew ou l'un de ses actionnaires.

En première instance, le tribunal a jugé que l'intention de RBC et de Crew était que RBC recevrait une rémunération au résultat seulement s'il y avait un « lien de causalité » entre les activités de RBC et l'opération en question.

La Cour d'appel de l'Ontario a confirmé la décision du tribunal inférieur. Elle a jugé, en dépit du langage clair et simple employé dans le contrat de mission, que le juge de première instance n'avait pas omis d'appliquer les principes d'interprétation contractuelle appropriés lorsqu'il a interprété le contrat de mission. La Cour d'appel a conclu que l'interprétation du juge de première instance, selon laquelle l'intention des parties était que la rémunération au résultat soit liée à une action de la part de RBC, était raisonnable selon le contrat de mission en question. En ce qui a trait à la disposition du contrat de mission relative à la rémunération au résultat en cas de résiliation, la Cour d'appel a conclu que le juge de première instance avait correctement interprété cette disposition lorsqu'il a jugé qu'elle prévoyait simplement le versement d'une rémunération au résultat en cas d'exécution du « mandat » après la résiliation du contrat de mission. En d'autres termes, l'opération pour laquelle une rémunération au résultat était payable devait être liée au travail effectué par le conseiller avant la résiliation du contrat de mission.

Leçons à tirer de la décision dans l'affaire *Crew Gold*

Les conseillers financiers et leurs clients auraient tout intérêt à aborder de façon réfléchie et prudente les dispositions relatives à la rémunération au résultat en cas de résiliation et les définitions clés connexes de leurs contrats de mission :

- les conseillers financiers devraient envisager d'inclure dans leurs contrats de mission types un libellé explicite stipulant qu'aucun lien de causalité n'est requis pour qu'une rémunération au résultat soit payable pendant la période subséquente (*tail period*). De plus, ils devraient envisager de proposer une définition large et détaillée de l'« opération » s'ils souhaitent avoir droit à une rémunération au résultat pour un grand nombre d'opérations réalisées durant la période subséquente;
- les tribunaux continueront d'interpréter les contrats selon une approche contextuelle et ne rendront pas nécessairement leurs décisions sur la base du libellé explicite d'un contrat de mission. Toutefois, un libellé explicite portant sur l'exigence d'un lien de causalité pourrait aider à démontrer à un tribunal que l'intention des parties était que la rémunération au résultat soit payable à un conseiller financier dans un large ensemble de circonstances, y compris en l'absence de lien de causalité entre l'opération et les services de conseil procurés;
- même si les tribunaux se sont montrés peu disposés à interpréter largement les droits d'un conseiller financier pendant la période subséquente, les parties qui retiennent les services de conseillers financiers devraient envisager de proposer une définition plus limitée de l'« opération » qu'elles leur confient ou d'exclure certains types d'opérations de la définition.

L'attestation d'équité à la suite de l'affaire *InterOil* : l'usage dans le marché

Au Canada, l'usage en matière d'attestations d'équité dans les opérations de fusions et d'acquisitions continue d'évoluer à la suite de la décision de la Cour d'appel du Yukon de 2016 dans l'affaire *InterOil Corporation v. Mulacek*. Dans cette décision, la Cour d'appel du Yukon a empêché l'acquisition d'InterOil Corporation par ExxonMobil selon un plan d'arrangement au motif que l'arrangement n'était ni équitable ni raisonnable pour les parties dont les intérêts étaient visés par celui-ci, en raison en partie des lacunes de l'attestation d'équité qu'avait obtenue le conseil d'administration d'InterOil. Par la suite, la Cour suprême du Yukon a approuvé la deuxième tentative d'acquisition d'InterOil par ExxonMobil selon un plan d'arrangement, après que le conseil d'administration d'InterOil eut obtenu une attestation d'équité solide et détaillée. En dépit des nombreuses analyses formulées à la suite de la décision *InterOil*, les incidences de cette dernière ne sont toujours pas parfaitement claires deux ans plus tard. Par conséquent, les émetteurs et leurs conseillers financiers continuent de devoir mettre en balance l'intérêt de présenter une attestation d'équité détaillée aux actionnaires et les coûts d'une divulgation plus poussée, compte tenu des circonstances particulières de chaque opération.

La ligne de conduite suivie au Canada

Au Canada, même si la loi n'exige pas la production d'une attestation d'équité pour une opération d'acquisition, une telle attestation est produite dans presque tous les cas où l'opération est appuyée par le conseil d'administration. Ce dernier demande habituellement à un conseiller financier de produire une attestation d'équité contribuant à démontrer qu'il s'est acquitté de ses obligations fiduciaires lorsqu'il a approuvé l'opération.

Contrairement aux États-Unis où, en général, la ligne de conduite des émetteurs a été de présenter une description détaillée de l'analyse financière sur laquelle repose l'attestation d'équité, au Canada, avant la décision dans l'affaire *InterOil*, on se limitait à obtenir une attestation sommaire, sans description de l'analyse financière sous-jacente. De plus, en général, le conseiller financier qui produit l'attestation reçoit en contrepartie une rémunération au résultat. Les informations concernant l'analyse financière sous-jacente n'ont été fournies que dans le contexte d'opérations visées par le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* (la *Norme multilatérale 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières* dans les provinces autres que le Québec) (le « Règlement 61-101 »), qui exige l'obtention d'une évaluation officielle réalisée par un évaluateur indépendant dans certaines circonstances ainsi que la présentation d'informations connexes.

Les autorités judiciaires et de réglementation s'étaient penchées sur la question de l'usage des attestations d'équité dans le marché avant la décision *InterOil*. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO »), dans sa décision de 2009 sur l'opération proposée entre Hudbay Minerals Inc. et Lundin Mining Corporation, avait conclu qu'une attestation d'équité préparée par un conseiller financier recevant une rémunération au résultat n'aidait pas les administrateurs à démontrer qu'ils se conformaient à leurs obligations fiduciaires¹.

L'année suivante, la CVMO est intervenue dans la restructuration du capital de Magna International Inc. (« Magna ») dans des circonstances où, notamment, l'émetteur n'avait pas obtenu d'attestation d'équité. La CVMO a exigé que Magna transmette plus de renseignements à ses actionnaires, y compris des précisions sur l'analyse financière de l'opération sous-jacente obtenue de ses conseillers financiers².

En 2014, la Cour supérieure de l'Ontario a remis en question l'usage courant des attestations d'équité en refusant d'admettre en preuve l'attestation déposée par Champion Iron Mines Limited au motif que celle-ci ne présentait aucune analyse financière significative³. Toutefois, dans deux décisions ultérieures concernant les affaires *Re Bear Lake Gold Ltd.* et *Re Patents Royal Host Inc.*, les tribunaux de l'Ontario ont conclu qu'il n'y avait pas lieu de procéder autrement que selon l'usage courant dans le cas d'opérations non contestées⁴.

La norme *InterOil*

En 2016, ExxonMobil a convenu d'acquérir InterOil selon un plan d'arrangement régi par le Yukon. Le conseil d'administration d'InterOil a approuvé l'opération après avoir obtenu une attestation d'équité sommaire, conforme à l'usage du marché, auprès d'une grande banque d'affaires qui devait être rémunérée au résultat.

Même si l'arrangement avait été approuvé par plus de 80 % des actionnaires, la Cour d'appel du Yukon (composée de juges de la Cour d'appel de la Colombie-Britannique) a jugé qu'il n'était ni équitable ni raisonnable, en partie à cause des lacunes de l'attestation d'équité sur laquelle le conseil d'administration d'InterOil avait fondé sa décision. Parmi les autres « signaux d'alarme » déclenchés par le processus d'approbation du conseil d'administration, la Cour a mentionné le fait que le conseiller financier ayant dressé l'attestation d'équité soit rémunéré au résultat, que le montant exact de sa rémunération au résultat ne soit pas divulgué et que l'attestation d'équité incluse dans la note d'information ne comprenne pas l'analyse financière sous-jacente du conseiller financier.

1 *Re Hudbay Minerals Inc.*, 32 O.S.C.B. 1082, para 264.

2 *Re Magna International Inc.* (motifs de la CVMO); *Re Magna International Inc.*, 2010 ONSC 4123.

3 *Re Champion Iron Mines Limited*, 2014 ONSC 1988, para 17.

4 *Re Bear Lake Gold Ltd.*, 2014 ONSC 3428, para 16; *Re Patents Royal Host Inc.*, 2014 ONSC 3323.

InterOil a poursuivi l'opération et, en fin de compte, a versé 4 millions de dollars américains pour obtenir une attestation d'équité détaillée auprès d'un conseiller financier indépendant moyennant des honoraires fixes. La note d'information établie à l'occasion de la deuxième tentative de réalisation de l'opération contenait des renseignements détaillés sur l'évaluation d'InterOil et la contrepartie payable aux actionnaires selon les modalités de l'arrangement, ainsi que les méthodes employées par le conseiller financier et une analyse de valeur. La Cour suprême du Yukon a approuvé l'opération retravaillée et ainsi donné son aval à l'établissement d'une nouvelle norme minimale selon laquelle les plans d'arrangement doivent s'appuyer sur une attestation d'équité détaillée obtenue moyennant des honoraires fixes.

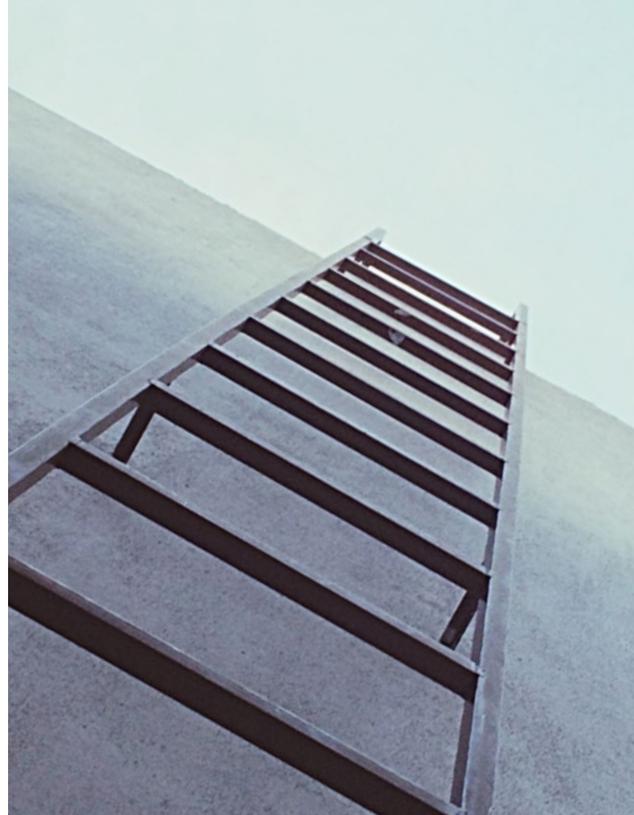
Avis 61-302 du personnel des ACVM

Le 27 juillet 2017, le personnel de cinq des autorités de réglementation des valeurs mobilières provinciales du Canada a publié l'Avis multilatéral 61-302 du personnel des ACVM (l'« Avis »)⁵, dans lequel il précise ses attentes concernant le rôle du comité spécial dans les « opérations donnant lieu à un conflit d'intérêts important » et décrit les obligations d'information liées aux attestations d'équité.

L'avis confirme que le conseil d'administration et le comité spécial ont le pouvoir discrétionnaire de déterminer s'il y a lieu ou non d'obtenir une attestation d'équité et de fixer les modalités de la rémunération du conseiller financier produisant l'attestation. Toutefois, l'avis stipule que lorsqu'une attestation d'équité est obtenue, la note d'information doit inclure des renseignements sur :

- les modalités de la rémunération du conseiller financier et son examen par le conseil ou le comité spécial
- toute autre relation ou entente entre le conseiller financier et l'émetteur ou une partie intéressée qui pourrait influencer sur l'indépendance de l'attestation
- un résumé de la méthode employée et de l'information et de l'analyse sous-jacentes à l'avis

⁵ Voir l'Avis multilatéral 61-302 du personnel des ACVM, Examen du personnel et commentaires sur le *Règlement 61-101 sur les mesures de protection des porteurs minoritaires lors d'opérations particulières*. Voir les sous-titres « Conseillers financiers et attestations d'équité » et « Attestations d'équité ». Cet Avis a été publié par le personnel des organismes de réglementation des valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec, de l'Alberta, du Manitoba et du Nouveau-Brunswick.



- la pertinence de l'attestation d'équité pour le conseil et le comité spécial.

Contrairement aux tribunaux du Yukon dans les décisions concernant l'affaire *InterOil*, le personnel des ACVM n'exige pas dans son avis une rémunération fixe pour le conseiller financier qui dresse l'attestation d'équité ni la divulgation du montant exact de sa rémunération.

La Cour suprême du Yukon a approuvé l'opération retravaillée et ainsi donné son aval à l'établissement d'une nouvelle norme minimale selon laquelle les plans d'arrangement doivent s'appuyer sur une attestation d'équité détaillée obtenue moyennant des honoraires fixes.

Tendances sur le marché à la suite de l'affaire *InterOil*

La série de décisions dans l'affaire *InterOil* ne tient pas compte de la législation s'appliquant aux attestations d'équité de territoires canadiens autres que le Yukon et la Colombie-Britannique; toutefois, dans l'ensemble du Canada, l'usage tend vers une divulgation élargie de l'analyse financière sous-jacente aux attestations d'équité. Les conseillers financiers devraient être prêts à produire une attestation d'équité comprenant au moins des précisions sur la méthode d'évaluation utilisée pour toute opération faisant l'objet d'une telle attestation.

De plus, depuis l'affaire *InterOil*, on remarque sur le marché une légère réorientation vers les ententes de rémunération à honoraires fixes. La majorité des arrangements d'une valeur supérieure à 100 millions de dollars canadiens ont été l'objet d'au moins une attestation d'équité produite en contrepartie d'honoraires fixes. Cependant, une grande majorité d'émetteurs continuent de choisir de ne pas divulguer le montant des honoraires versés aux conseillers financiers.

Dans le cas d'opérations pour lesquelles une évaluation officielle telle que prévue par le Règlement 61-101 n'était pas requise, mais pour lesquelles une attestation d'équité a tout de même été présentée, l'usage tend vers la divulgation dans l'attestation de précisions supplémentaires sur la méthode employée par le conseiller financier. De telles attestations d'équité détaillées ont été obtenues pour la majorité des opérations examinées.

Il existe plusieurs exemples d'émetteurs qui se sont écartés de la norme d'information fixée à la suite de l'affaire *InterOil* et qui ont plutôt produit une forme « hybride » d'information précisant la méthode d'évaluation employée par le conseiller financier sans toutefois divulguer l'analyse financière détaillée sous-jacente à l'attestation d'équité. Par exemple, lors de l'acquisition de TIO Networks par PayPal, en 2017, l'attestation d'équité obtenue par TIO Networks contenait une description détaillée des méthodes employées par le conseiller financier, mais ne comprenait pas une analyse de valeur du type de celle recommandée à la suite de l'affaire *InterOil*. Une ligne de conduite semblable a été suivie en 2018 pour les opérations d'acquisition de Klondex Mines Ltd. par Hecla Mining Company et de Primero Mining Corp. par First Majestic Silver Corp. Étant donné les coûts supplémentaires qu'engendre la production d'une information détaillée et d'une deuxième attestation d'équité, nous nous attendons à ce que de nombreux émetteurs privilégient ce niveau d'information médian pour les opérations non contestées.

À retenir

Le niveau d'information optimal d'une attestation d'équité et la structure de rémunération appropriée continuent de dépendre des circonstances particulières de l'opération, dont l'existence perçue d'un conflit, la solidité du processus d'approbation du conseil d'administration, le territoire de compétence de l'émetteur et la probabilité d'une contestation de la part d'un actionnaire ou d'une offre de la part d'un « intrus ».

Dans le cas d'opérations non contestées, il n'est peut-être pas nécessaire de se procurer une attestation d'équité détaillée par un conseiller financier indépendant en contrepartie d'honoraires fixes. Il est généralement recommandé de veiller à la transparence de la structure de rémunération du conseiller financier (sans nécessairement préciser le montant de la rémunération). Dans chaque cas, la question pertinente est de savoir si l'information présentée aux actionnaires est juste et appropriée afin de leur permettre de prendre une décision de vote éclairée.



Les décisions marquantes de 2018

Un bon principe juridique ayant mal tourné : la confusion persiste à l'égard du principe de l'importance relative dans les actions en responsabilité civile pour présentation inexacte des faits

Les organismes de réglementation des valeurs mobilières étaient animés des meilleures intentions lorsqu'ils ont conçu la réglementation relative à la responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire. Toutefois, la suite des choses ayant été laissée aux tribunaux sans la supervision de ces organismes, on se trouve maintenant en présence d'un enfant indiscipliné.

Les décisions rendues dans deux affaires récentes instruites par la Cour supérieure de justice de l'Ontario, soit *Wong v. Pretium Resources*, 2017 ONSC 3361 (l'« affaire Wong ») et *Paniccia v. MDC Partners Inc.*, 2018 ONSC 3470 (l'« affaire Paniccia »), ont accentué l'incertitude concernant le critère qu'il convient d'appliquer pour évaluer l'importance relative d'une information aux fins de l'autorisation de poursuivre selon les dispositions visant la responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (la « LVMO »). Les émetteurs doivent être conscients de cette incertitude créée par la jurisprudence et devraient jauger leurs décisions en matière de divulgation d'information en fonction tant du « critère de l'incidence sur le marché » énoncé dans la LVMO que du « critère de l'investisseur raisonnable », qui est un seuil moins élevé.

Wong : divulguer ou ne pas divulguer? Le critère de l'« investisseur raisonnable »

Dans l'affaire *Wong*, la Cour supérieure de justice de l'Ontario a accordé au demandeur l'autorisation de poursuivre la société minière canadienne Pretium Resources Inc. (« Pretium ») pour présentation inexacte des faits sur le marché secondaire selon l'article 138.3 de la LVMO.

Les allégations dans l'affaire *Wong* portaient sur la décision de Pretium de ne pas divulguer les préoccupations exprimées par un consultant externe au sujet de résultats défavorables obtenus suivant l'échantillonnage de minéraux au projet phare Brucejack de Pretium. Pretium était d'avis que les préoccupations exprimées par son consultant n'étaient pas fondées et que les résultats de l'échantillonnage de minéraux étaient inexacts. Elle a donc décidé de ne pas divulguer au marché les préoccupations du consultant lorsqu'elles ont été exprimées. Le demandeur a fait valoir que la non-divulgaration par Pretium des préoccupations du consultant externe dans ses communiqués, ses déclarations de changement important et ses rapports de gestion publiés pendant la période concernée constituait une présentation inexacte des faits par omission.

Même si Pretium croyait véritablement que les préoccupations exprimées par son consultant externe n'étaient pas fondées, et qu'il a finalement été prouvé que Pretium avait raison, la Cour a conclu qu'il était raisonnablement possible que le demandeur obtienne gain de cause au moment du procès et, par conséquent, a accordé au demandeur l'autorisation de poursuivre¹.

La Cour a conclu que les préoccupations exprimées par le consultant concernant les résultats de l'échantillonnage de minéraux constituaient des faits importants qui devaient être divulgués par Pretium dès leur formulation par le consultant. Pour évaluer l'importance relative alléguée des préoccupations du consultant, la Cour a appliqué le « critère de l'investisseur raisonnable » et conclu qu'un



La Cour a conclu que les préoccupations exprimées par le consultant concernant les résultats de l'échantillonnage de minéraux constituaient des faits importants qui devaient être divulgués par Pretium dès leur formulation par le consultant.

¹ Pour déterminer s'il autorisera ou non un demandeur à intenter une action pour présentation inexacte des faits en vertu du paragraphe 138.8(1) de la LVMO, le tribunal examine le bien-fondé de la cause du demandeur et évalue s'« il est raisonnablement possible que l'action soit réglée au moment du procès en faveur du demandeur ».

En ne prenant pas en considération l'incidence (le cas échéant) de la non-divulgation sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de Pretium, la Cour s'est écartée du critère objectif de l'incidence sur le marché prévu par la LVMO au profit d'un critère constituant un seuil moins élevé pour déterminer l'importance relative de l'information en question.

investisseur raisonnable aurait considéré les préoccupations du consultant comme un élément important de sa décision d'investir ou non dans Pretium, peu importe le point de vue de la société. Fait déterminant, pour en arriver à sa conclusion quant à l'importance relative, la Cour a appliqué le critère de l'investisseur raisonnable sans tenir compte, comme il se doit, du critère pertinent prévu par la LVMO, à savoir s'il est raisonnable de s'attendre à ce que l'information ait un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de la société (c'est-à-dire, le « critère de l'incidence sur le marché »).

En ne prenant pas en considération l'incidence (le cas échéant) de la non-divulgation sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de Pretium, la Cour s'est écartée du critère objectif de l'incidence sur le marché prévu par la LVMO au profit d'un critère constituant un seuil moins élevé pour déterminer l'importance relative de l'information en question.

Paniccia : sur les traces de Wong

Dans l'affaire *Paniccia*, la Cour supérieure de justice de l'Ontario a suivi l'exemple de l'affaire *Wong* et a appliqué le critère de l'investisseur raisonnable, plutôt que le critère de l'incidence sur le marché prévu par la LVMO, pour déterminer l'importance relative des prétendues présentations inexactes de faits aux fins d'une demande d'autorisation de poursuivre selon les dispositions visant la responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire de la LVMO.

Le demandeur dans l'affaire *Paniccia* alléguait que les documents d'information continue du défendeur, MDC Partners Inc. (« MDC »), contenaient de nombreux exemples de présentation inexactes des faits, dont les suivants :

- MDC n'avait pas divulgué le fait que la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») des États-Unis l'avait assigné à comparaître;
- MDC n'avait pas divulgué le fait qu'elle avait constitué un comité spécial chargé de procéder à un examen interne de ses contrôles internes de l'information financière; et
- MDC n'avait pas divulgué avec exactitude la rémunération de son chef de la direction.

La Cour a rejeté la requête en autorisation de poursuivre du demandeur au motif que celle-ci présentait un « défaut fondamental », à savoir qu'aucune des présumées présentations inexactes de faits n'était importante.

Pour établir l'importance relative, la Cour a examiné individuellement les éléments qui ne faisaient pas partie de l'information divulguée par MDC pour déterminer s'il s'agissait de faits importants, et dont l'omission entraînerait une présentation inexacte des faits au sens des dispositions concernant la responsabilité civile de la LVMO. La Cour a examiné le droit en matière d'importance relative et la définition de fait important selon la LVMO et, ce faisant, a reconnu à juste titre que la définition de fait important englobe tout « fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur de [...] valeurs mobilières » d'un émetteur (le critère de l'incidence sur le marché). Toutefois, la Cour a également cité la décision dans l'affaire *Wong* à l'appui de la proposition selon laquelle un fait peut être considéré comme important [TRADUCTION] « s'il existe une probabilité marquée que l'investisseur raisonnable l'estimerait important au moment de décider d'investir ou non et à quel prix » (le critère de l'investisseur raisonnable).

Des éléments à considérer

Même si la Cour a reconnu que le critère à l'aune duquel l'importance relative doit être déterminée, selon la LVMO, est le critère de l'incidence sur le marché, on peut soutenir qu'elle s'en est écartée en appliquant le critère de l'investisseur raisonnable pour conclure que les présumées présentations inexactes de faits n'étaient pas importantes. Heureusement pour MDC, l'application du critère de l'investisseur raisonnable au détriment du critère de l'incidence sur le marché prévu par la LVMO pour déterminer l'importance relative n'a pas eu d'effet sur l'issue de l'affaire.

Le point capital soulevé dans l'affaire *Wong* et l'affaire *Paniccia* est que, en ce qui concerne l'importance relative, le critère de l'investisseur raisonnable établit un seuil moins élevé que le critère de l'incidence sur le marché. Ainsi, il est possible qu'un investisseur raisonnable, au moment de prendre une décision de placement, considère comme importante une information dont il est raisonnable de s'attendre qu'elle n'aurait pas d'effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de l'émetteur en question. La Cour divisionnaire de l'Ontario a confirmé cette différence critique entre les deux critères dans *Cornish v. Ontario Securities Commission*, 2013 ONSC 1310.

La solution serait peut-être que les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières interviennent dans les causes de responsabilité civile sur le marché secondaire pour aider à ramener cet enfant indiscipliné sur le chemin initialement tracé. D'ici là, les émetteurs devraient prendre en considération l'affaire *Wong* et l'affaire *Paniccia* pour s'assurer que l'information qu'ils divulguent respecte à la fois le critère de l'incidence sur le marché, prévu par la loi, et le critère de l'investisseur raisonnable, seuil inférieur préconisé par les tribunaux.

De plus, il importe que les émetteurs canadiens soient conscients de ce qui suit :

- au moment d'évaluer l'importance relative, les tribunaux ne s'en remettent pas à l'appréciation professionnelle des dirigeants pour déterminer si la divulgation publique est requise;
- l'importance relative n'est pas évaluée rétrospectivement. Comme le démontre l'affaire *Wong*, le fait qu'il soit ultérieurement déterminé qu'un émetteur avait raison peut ne pas constituer un facteur déterminant devant être pris en considération dans l'évaluation de l'importance relative de l'information au moment applicable;
- la LVMO a pour objectif principal la protection des investisseurs, et l'application du droit en ce qui concerne l'importance relative sera considérée sous cet angle.

La Cour suprême du Canada ouvre la voie à un organisme national de réglementation des valeurs mobilières

Le 9 novembre 2018, dans le *Renvoi relatif à la réglementation pancanadienne des valeurs mobilières*¹, la Cour suprême du Canada (la « Cour suprême ») est arrivée à la conclusion unanime que la deuxième tentative du gouvernement fédéral de créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières était constitutionnelle. Plus précisément, selon la Cour suprême, le régime coopératif proposé i) n'entrave pas indûment la souveraineté des provinces; et ii) relève de la compétence générale du Parlement en matière de réglementation du trafic et du commerce conférée par le paragraphe 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. Ayant infirmé la décision de la Cour d'appel du Québec de 2017, qui avait déclaré le régime proposé inconstitutionnel, la Cour suprême a donc ouvert la voie à un régime national volontaire de réglementation des valeurs mobilières. Même si les obstacles juridiques à la création d'un organisme coopératif national de réglementation des valeurs mobilières sont maintenant écartés, il reste à voir s'il y aura suffisamment de volonté politique pour assurer le succès d'un régime coopératif au Canada.

¹ Référence : *Renvoi relatif à la réglementation pancanadienne des valeurs mobilières*, 2018 CSC 48. Il est possible de consulter le texte intégral de la décision ici : <https://scc-csc.lexum.com/scc-csc/scc-csc/fr/item/17355/index.do>

Contexte

En 2011, la Cour suprême a rejeté la tentative du gouvernement fédéral de créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières. Dans le *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, la Cour suprême a déclaré que la *Loi sur les valeurs mobilières* que proposait le gouvernement fédéral n'était pas le fruit d'un exercice valide du pouvoir fédéral de réglementer le trafic et le commerce au Canada parce qu'elle entravait d'une manière inacceptable la compétence des provinces en matière de propriété et de droits civils. Toutefois, la Cour suprême n'avait pas écarté la possibilité qu'un régime de réglementation fédéral volontaire puisse être constitutionnel.

Prenant acte de la décision de la Cour suprême, le gouvernement fédéral et les gouvernements de l'Ontario, de la Colombie-Britannique, de la Saskatchewan, du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard et du Yukon ont conclu, en 2014, le *Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés des capitaux* (le « Protocole d'accord »), en vue de la création d'un organisme coopératif de réglementation des valeurs mobilières pancanadien (le « régime coopératif »). Sept provinces et territoires, dont le Québec et l'Alberta, ont décidé de ne pas participer au régime coopératif.

Le régime coopératif que propose le gouvernement fédéral comporte quatre volets :

- un organisme national de réglementation des valeurs mobilières, appelé Autorité de réglementation des marchés des capitaux (l'« ARMC »);
- la *Loi sur les marchés des capitaux* (la « loi provinciale type »), loi provinciale et territoriale uniforme devant être appliquée par l'ARMC. La loi provinciale type régirait les aspects courants de la réglementation des valeurs mobilières et chaque province participante adopterait une loi reflétant en tous points la loi provinciale type;
- la *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* (l'« ébauche de la loi fédérale »), loi fédérale complémentaire qui régirait le risque systémique dans l'économie du Canada;



- un Conseil des ministres, qui serait chargé de superviser l'ARMC et son conseil d'administration et serait composé d'un membre du cabinet de chaque province participante et du ministre fédéral des Finances. Le Conseil des ministres proposerait des modifications à apporter à la loi provinciale type.

Appel du jugement de la Cour d'appel du Québec

Le Québec, qui n'a pas signé le Protocole d'accord, a remis en question la constitutionnalité du régime coopératif proposé et a soumis deux questions d'ordre constitutionnel à la Cour d'appel du Québec (la « Cour d'appel ») :

1. La *Constitution du Canada* autorise-t-elle la mise en place d'une réglementation pancanadienne des valeurs mobilières sous la gouverne d'un organisme unique selon le modèle prévu par la plus récente publication du *Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés des capitaux*?

2. La plus récente version de l'ébauche de la loi fédérale excède-t-elle la compétence du Parlement du Canada sur le commerce selon le paragraphe 91(2) de la *Constitution*?

En ce qui concerne la première question, la Cour d'appel s'est dite d'avis que le régime coopératif proposé était inconstitutionnel pour deux motifs principaux : i) il entravait indûment la souveraineté des législatures des provinces en déléguant l'autorité de modifier la loi provinciale type au Conseil des ministres; et ii) le rôle qu'il conférait au Conseil des ministres dans l'approbation des règlements pris en vertu de l'ébauche de la loi fédérale était incompatible avec le principe du fédéralisme.

En ce qui concerne la seconde question, la Cour d'appel a déclaré que, bien que le caractère véritable de l'ébauche de la loi fédérale fût d'endiguer le risque systémique lié aux marchés des capitaux du Canada, objectif relevant de la compétence du gouvernement fédéral, l'ébauche de la loi fédérale excédait la compétence du Parlement en matière de réglementation du trafic et du commerce. Selon la Cour d'appel, le régime coopératif serait inconstitutionnel dans son ensemble à moins qu'on en retire le pouvoir permettant au Conseil des ministres d'approuver des règlements pris en vertu de l'ébauche de la loi fédérale.

Jugement de la Cour suprême du Canada

La Cour suprême a réexaminé les questions qui avaient été soumises à la Cour d'appel.

Infirmant la décision de la Cour d'appel, la Cour suprême est arrivée à la conclusion unanime que le régime coopératif proposé est constitutionnel et que l'ébauche de la loi fédérale relève de la compétence du gouvernement fédéral en matière de trafic et de commerce prévue au paragraphe 91(2) de la *Constitution*. La Cour suprême a toutefois souligné que même si le régime coopératif est constitutionnel, il revient à chaque province ou territoire de décider d'y adhérer ou non.

PREMIÈRE QUESTION : LE RÉGIME COOPÉRATIF N'ENTRAVE PAS LA SOUVERAINETÉ PROVINCIALE

Selon la Cour suprême, la loi provinciale type n'entrave pas indûment la souveraineté des législatures provinciales et ne comporte pas de délégation inacceptable du pouvoir de légiférer. La souveraineté parlementaire est un principe constitutionnel essentiel qui garantit que seule la législature a compétence pour adopter, modifier ou abroger les lois. Étant donné que le régime coopératif proposé ne contraint pas les législatures des provinces et des territoires à adopter la loi provinciale type et que celle-ci n'a pas force de loi dans une province tant qu'elle n'a pas été adoptée par la législature provinciale, le régime coopératif n'entrave pas indûment la souveraineté parlementaire.

De plus, le régime coopératif proposé ne comporte pas de délégation inacceptable du pouvoir de légiférer. Il est interdit à une législature provinciale de transférer à une législature d'un autre ordre de gouvernement sa compétence législative primaire sur une question à l'égard de laquelle elle dispose d'une compétence exclusive. Même si le Conseil des ministres avait le pouvoir d'approuver des modifications apportées au régime coopératif, le Protocole d'accord indique clairement que le Conseil des ministres n'aurait pas le pouvoir de modifier unilatéralement la législation provinciale sur les valeurs mobilières. Le Conseil des ministres demeurant subordonné à la volonté des législatures provinciales, la Cour suprême est d'avis que le régime coopératif proposé n'entraînera pas de délégation inacceptable de pouvoir.

La Cour suprême a toutefois souligné que même si le régime coopératif est constitutionnel, il revient à chaque province ou territoire de décider d'y adhérer ou non.

DEUXIÈME QUESTION : L'ÉBAUCHE DE LA LOI FÉDÉRALE EST INTRA VIRES

Selon la Cour suprême, l'ébauche de la loi fédérale relève de la compétence générale que la *Constitution* confère au Parlement en matière de réglementation du trafic et du commerce. Le Parlement peut utiliser cette compétence pour légiférer sur des questions véritablement nationales, c'est-à-dire des questions que les provinces et les territoires ne peuvent régler par eux-mêmes. La Cour suprême a conclu que le caractère véritable de l'ébauche de la loi fédérale est de gérer les risques systémiques susceptibles d'avoir des conséquences négatives importantes sur l'économie canadienne et de favoriser la stabilité des marchés des capitaux du Canada.

Même si les provinces ont la capacité de légiférer à l'égard du risque systémique lié à leurs marchés financiers, elles le font, a fait remarquer la Cour suprême, uniquement d'un point de vue local. L'ébauche de la loi fédérale traite de questions d'importance économique nationale qui transcendent les frontières provinciales.

De plus, la Cour suprême s'est penchée sur la constitutionnalité de certaines dispositions de l'ébauche de la loi fédérale qui permettent au gouvernement fédéral de déléguer à l'ARMC le pouvoir de prendre des règlements sous la supervision du Conseil des ministres. La Cour suprême est arrivée à la conclusion que les dispositions sont constitutionnelles parce qu'elles sont conformes au vaste pouvoir du législateur de déléguer des pouvoirs administratifs.

Et pour la suite des choses?

Le Canada a beau être le seul pays du G20 à ne pas avoir d'organisme national de réglementation des valeurs mobilières, la décision de la Cour suprême risque de susciter des controverses étant donné la résistance qui persiste dans certaines provinces à l'idée d'un organisme pancanadien. Même si on parvient à lancer le régime coopératif, il sera certainement difficile d'en arriver à un consensus sur la grande variété de questions qui restent à régler. Comme le Québec et l'Alberta y demeurent opposés, il n'est pas certain que le régime coopératif permettra de créer un régime de réglementation des valeurs mobilières véritablement harmonisé.

Les signataires du Protocole d'accord ont déjà pris des mesures clés pour faire progresser la mise au point du régime coopératif. Ils ont nommé le régulateur en chef de l'ARMC et un conseil d'administration composé d'experts et publié pour commentaires un projet de dispense de prospectus et de dispense d'inscription connexe. Toutefois, on ne sait ni quand ni comment le régime coopératif sera mis en place.

Quoique sa décision ouvre la voie, constitutionnellement parlant, à la mise en œuvre du régime coopératif, la Cour suprême a clairement indiqué que les provinces et les territoires conservent le pouvoir discrétionnaire de déterminer s'il est dans leur intérêt d'y participer. Il reste à voir s'il y aura suffisamment de volonté politique parmi les administrations participantes pour faire avancer le projet de régime coopératif.



Les faits nouveaux en matière de réglementation

Procédez avec prudence : nouvelles exigences en matière de présentation de mesures financières non conformes aux PCGR

Les autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») proposent pour la toute première fois de réglementer la présentation des mesures financières non conformes aux PCGR et d'autres mesures financières. Les règles proposées, qui remplaceront les directives publiées antérieurement par les ACVM, obligeront les émetteurs à se conformer à des exigences rigoureuses lorsqu'ils publieront des mesures financières non conformes aux PCGR. Les règles étendront également la notion de mesures financières réglementées exigeant une information supplémentaire afin qu'elle inclue des mesures autres que les habituelles « mesures financières non conformes aux PCGR ». Même s'il est possible que les règles proposées soient modifiées avant leur mise en application, les émetteurs devraient s'attendre à ce que la conformité à celles-ci, quelle que soit leur forme finale, exige une information plus détaillée ainsi que du temps et des ressources supplémentaires.

Le projet de règlement, en établissant les exigences d'information sous forme de règles plutôt que sous forme de lignes directrices, enlèvera aux émetteurs la latitude dont ils disposaient en ce qui a trait à la présentation et à la communication des mesures financières non conformes aux PCGR et d'autres mesures financières précisées.

Rappel du régime existant

À l'heure actuelle, aucune réglementation sur les valeurs mobilières au Canada ne traite spécifiquement de la présentation de mesures financières non conformes aux PCGR et d'autres mesures financières en dehors des états financiers d'un émetteur. Il n'existe que les directives données par les ACVM dans leur Avis du personnel 52-306 (révisé), *Mesures financières non conformes aux PCGR* (l'« Avis 52-306 »), qui a été publié pour la première fois en 2003 et dont la dernière mise à jour remonte à 2016. Ces lignes directrices ont pour but d'aider les émetteurs à présenter les mesures financières non conformes aux PCGR d'une manière cohérente et transparente n'induisant pas les investisseurs en erreur. À cette fin, lorsqu'ils présentent des mesures financières non conformes aux PCGR, les émetteurs doivent, notamment, selon l'Avis 52-306 :

- indiquer que les mesures financières non conformes aux PCGR n'ont pas de sens normalisé prévu par les PCGR
- nommer la mesure financière non conforme aux PCGR d'une façon qui la distingue des éléments précisés conformément aux PCGR et qui ne soit pas trompeuse
- expliquer l'utilité des mesures financières non conformes aux PCGR pour les investisseurs
- présenter les mesures financières conformes aux PCGR les plus directement comparables en les mettant autant ou davantage en évidence que les mesures non conformes aux PCGR
- fournir un rapprochement quantitatif entre les mesures financières non conformes aux PCGR et les mesures financières conformes aux PCGR les plus directement comparables
- présenter la mesure financière non conforme aux PCGR de façon constante d'un exercice à l'autre.

Malgré ces exigences et un certain nombre d'autres exigences apparemment normatives, les directives énoncées dans l'Avis 52-306 n'ont pas force de loi. Par conséquent, les émetteurs disposent d'une certaine latitude quant à la façon dont ils les appliquent à leur situation particulière lorsqu'ils présentent des mesures financières non conformes aux PCGR, à condition que l'information donnée n'induisse pas les investisseurs en erreur.

Nouveau cadre réglementaire

Les ACVM ont constaté qu'en dépit de l'existence de ces directives, les pratiques des émetteurs en matière d'information sont encore très disparates. En septembre 2018, afin de corriger cette disparité, et en réponse aux préoccupations que continuent d'exprimer certains investisseurs et d'autres parties intéressées, les ACVM ont publié le projet de *Règlement 52-112 sur l'information concernant les mesures financières non conformes aux PCGR et les autres mesures financières* (le projet de *Norme canadienne 52-112 sur l'information concernant les mesures financières non conformes aux PCGR et les autres mesures financières* dans les provinces autres que le Québec) (le « projet de règlement »), en vue de remplacer l'Avis 52-306. Le projet de règlement imposerait des obligations d'information à l'égard des mesures financières non conformes aux PCGR et de certaines autres mesures financières qui sont publiées sous forme écrite, y compris sur un site Web ou un média social. Le projet de règlement, en établissant les exigences d'information sous forme de règles plutôt que sous forme de lignes directrices, enlèvera aux émetteurs la latitude dont ils disposaient en ce qui a trait à la présentation et à la communication des mesures financières non conformes aux PCGR et d'autres mesures financières précisées et permettra aux ACVM de sévir contre les émetteurs non conformes.

De façon générale, les exigences imposées par le projet de règlement en ce qui concerne les mesures financières non conformes aux PCGR sont en phase avec les directives actuelles de l'Avis 52-306. Cependant, on constate quelques différences notables qui découlent entre autres du fait que le projet de règlement reconnaît qu'une approche distincte peut être appropriée (d'un point de vue pratique ou de principe) dans des cas prescrits. Ainsi, le projet de règlement prévoit une exception qui permet une analyse qualitative de certaines mesures financières prospectives non conformes aux PCGR plutôt que d'exiger un rapprochement quantitatif avec une mesure prospective conforme aux PCGR.

Malheureusement, certains éléments du projet de règlement ne prévoient pas d'exceptions appropriées et imposent de nouvelles règles qui sont peu pratiques, inutilement lourdes ou autrement injustifiées dans un souci d'éviter que le public investisseur ne soit induit en erreur. Le projet de règlement exige, par exemple, que lorsqu'une mesure financière non conforme aux PCGR est présentée, la « même » mesure financière non conforme aux PCGR soit présentée pour la période comparative. Cette approche diffère de celle de l'Avis 52-306, qui exige seulement que les mesures financières non conformes aux PCGR soient cohérentes d'un exercice à l'autre.

Comme nous l'avons indiqué dans la [lettre de commentaires](#) (en anglais) que nous avons adressée aux ACVM, dans bien des cas, il serait impossible ou peu pratique pour les émetteurs de présenter l'information exactement de la même façon pour les périodes comparatives. En l'absence d'une exception expresse (aucune n'est actuellement proposée) ou d'une dispense, l'émetteur contreviendrait alors au projet de règlement même s'il présentait une information transparente faisant en sorte que les investisseurs ne soient pas induits en erreur. Les ACVM ont laissé entendre qu'une dispense



pourrait être disponible dans certains de ces cas, mais l'émetteur pourrait ne pas disposer de suffisamment de temps pour l'obtenir dans le contexte d'une divulgation d'information commandée par un événement ou d'un autre type de divulgation ponctuelle. Dans notre lettre de commentaires, nous avons suggéré que les ACVM réexaminent leur proposition de traiter ces cas au moyen d'une dispense, compte tenu des coûts et des délais que cette façon de procéder pourrait imposer à un émetteur.

La réglementation proposée de trois « nouvelles » catégories de mesures financières, soit les « mesures sectorielles », les « mesures de gestion du capital » et les « mesures financières supplémentaires », pose également problème. De manière générale, ces « autres mesures financières » sont distinctes des mesures financières non conformes aux PCGR, mais, de l'avis des ACVM, elles soulèvent des préoccupations similaires sur le plan des politiques lorsqu'elles ne sont pas accompagnées d'une information appropriée. Étant donné que les organismes de réglementation des valeurs mobilières n'ont jamais publié de réglementation ou de directives claires sur les questions particulières liées à l'utilisation de ces « autres mesures financières », il existe un risque très réel de confusion parmi les investisseurs et les émetteurs quant à la signification précise de chaque nouvelle catégorie d'information et au type d'information supplémentaire qui est nécessaire pour satisfaire aux exigences du projet de règlement. Sans compter que ce risque est exacerbé par le fait que la version actuelle de l'instruction générale relative au projet de règlement manque de clarté.

Enfin, le projet de règlement s'appliquerait à tous les émetteurs (y compris les fonds d'investissement), à l'exception des « émetteurs étrangers inscrits auprès de la SEC ». Par conséquent, l'« émetteur inscrit auprès de la SEC » qui n'est pas considéré comme un « émetteur étranger inscrit auprès de la SEC », mais qui est par ailleurs un émetteur assujéti au Canada se verrait dans l'obligation de se conformer aux exigences d'information tant américaines que canadiennes concernant les mesures financières. Bien que la réglementation des mesures financières non conformes aux PCGR des États-Unis et celle du Canada soient similaires, les régimes ne sont pas identiques. De plus, le projet de règlement s'appliquera à d'autres mesures financières qui ne sont pas visées par une réglementation américaine particulière.

Vous trouverez plus de renseignements sur le projet de règlement dans notre [commentaire précédent](#).

Quelle est la prochaine étape?

La période de commentaires pour le projet de règlement s'est terminée en décembre 2018. Les ACVM ont reçu plus de 40 lettres de commentaires de participants au marché qui y ont exprimé un large éventail de préoccupations concernant le projet de règlement. En plus des préoccupations décrites ci-dessus, Davies a proposé dans sa [lettre de commentaires](#) (en anglais) des améliorations en vue de la création d'un régime d'information plus rationalisé et plus actuel.

Le projet de règlement comporte un changement important dans la façon dont la présentation des mesures financières est réglementée en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières. Nous nous attendons à ce que les ACVM prennent le temps nécessaire pour examiner attentivement les opinions et les préoccupations de tous les commentateurs avant d'aller de l'avant avec le projet de règlement.

Il n'est pas clair pour le moment si les ACVM apporteront des changements au projet de règlement, mais nous prévoyons qu'elles finiront par mettre en œuvre sous une forme ou une autre des règles régissant les mesures non conformes aux PCGR et peut-être certaines autres mesures financières. Par conséquent, les émetteurs devraient être prêts à rajuster leurs pratiques pour ce qui est de la présentation de ces mesures financières. De plus, les émetteurs devraient s'attendre à ce que les rajustements qu'ils devront faire pour assurer leur conformité exigent de leur part du temps et des ressources supplémentaires.

Nouvelles directives importantes de la Bourse de Toronto en 2018

La Bourse de Toronto (la « TSX »), par le truchement d'avis du personnel, a continué d'apporter des modifications importantes à ses politiques et pratiques en 2018. Certaines d'entre elles auront des incidences sur les émissions de titres effectuées dans le cadre d'acquisitions et sur la fixation du prix d'offre dans le cadre de placements. Quoique les avis du personnel de la TSX aient pour but de guider les sociétés inscrites, les indications et précisions qui y sont énoncées sont mises en application comme des règles obligatoires s'ajoutant aux exigences de fond que doivent respecter les émetteurs inscrits.

Nouvelles exigences applicables aux émissions d'actions effectuées dans le cadre d'opérations importantes

En août 2018, la TSX a publié l'Avis du personnel 2018-0005 (l'« Avis 2018-0005 »), qui est venu remplacer les directives données antérieurement quant à la nécessité de soumettre à l'approbation des porteurs de titres l'acquisition d'une société ouverte visée par une offre publique d'achat, un plan d'arrangement, une fusion ou une opération similaire. Depuis 2009, la TSX exige des émetteurs qu'ils obtiennent l'approbation de leurs actionnaires si le nombre de titres pouvant être émis en règlement du prix d'achat est supérieur à 25 % du nombre de leurs titres en circulation avant dilution (une « émission substantielle »). Selon les anciennes directives, les émetteurs inscrits n'étaient pas autorisés à procéder à une augmentation ultérieure du nombre des titres pouvant être émis dans le cadre d'une opération sans de nouveau obtenir l'approbation des porteurs de titres pour ce faire. Or, par suite de la publication de l'Avis 2018-0005, les émetteurs peuvent maintenant émettre un nombre d'actions supplémentaires représentant 25 % du nombre maximal d'actions antérieurement approuvé aux fins d'émission sans être tenus, pour ce faire, d'obtenir de nouveau l'approbation de leurs porteurs de titres, mais uniquement aux fins de majoration de la contrepartie payable dans le cadre de l'opération d'acquisition.

L'Avis 2018-0005 ne change pas, pour l'essentiel, l'étendue de l'information qui doit être communiquée à l'occasion d'une émission substantielle, ni l'obligation de soumettre cette information à l'approbation de la TSX. L'obligation qu'ont les émetteurs d'indiquer dans leur circulaire le nombre maximal de titres pouvant être émis dans le cadre d'une émission substantielle demeure également inchangée. Le seul changement de fond qu'impose l'Avis 2018-0005 réside dans une nouvelle exigence selon laquelle tous les émetteurs inscrits doivent inclure la déclaration suivante dans la circulaire portant sur l'émission substantielle :

« La Bourse n'exige pas, en règle générale, l'obtention d'une nouvelle approbation des porteurs de titres pour l'émission de titres additionnels dont le nombre peut aller jusqu'à [X] [titres], ce nombre représentant 25 % du nombre de titres approuvé par les porteurs de titres à l'égard de l'opération. »

Cette exigence s'applique à tous les émetteurs qui soumettent une émission substantielle à l'approbation de leurs porteurs de titres, qu'ils aient ou non l'intention d'accroître la contrepartie payable dans le cadre de l'acquisition. Par conséquent, les acquéreurs qui offrent une contrepartie en actions qui se traduirait par une émission substantielle ne pourront plus invoquer le nombre maximal fixe de titres ayant reçu l'approbation des porteurs de titres afin de décourager toute négociation supplémentaire de la part du conseil d'administration ou des actionnaires de la société visée par l'acquisition.

Essentiellement, la TSX exige que chaque émetteur qui offre une contrepartie en actions dans le cadre d'une acquisition entraînant une émission substantielle déclare qu'il a de la marge de manœuvre pour négocier une hausse importante de la contrepartie, même après l'approbation de l'acquisition par ses porteurs de titres, qu'il souhaite ou non disposer de cette marge de manœuvre et sans égard au fait que ses actionnaires auraient ou non approuvé l'opération à un prix supérieur. Cette nouvelle exigence pourrait avoir des conséquences imprévues et sérieusement pénaliser certains acquéreurs et leurs actionnaires dont la position de négociation se verrait affaiblie. D'autres émetteurs pourraient bénéficier de la possibilité de relever ainsi la contrepartie payable au moyen d'une émission substantielle dans le cas où un concurrent a présenté une offre d'acquisition supérieure.

Les acquisitions comportant une émission substantielle devant être soumise à l'approbation des actionnaires en application de l'article 611(c) du *Guide à l'intention des sociétés de la TSX* étaient rares au cours des années qui ont suivi l'adoption de cette exigence, en 2009, mais elles sont devenues beaucoup plus courantes ces dernières années et sont maintenant bien acceptées sur le marché canadien. Les émetteurs qui envisagent d'effectuer une acquisition qui impliquerait une émission substantielle devront prendre en considération les incidences de l'Avis 2018-0005 et leur effet ultime sur le déroulement de l'opération d'acquisition. Si, comme le permet l'Avis 2018-0005, un émetteur décidait d'accroître la contrepartie payable dans le cadre d'une opération après avoir obtenu l'approbation des actionnaires à l'égard d'une contrepartie moins élevée, il risquerait de miner la confiance et la bonne volonté de ses actionnaires, avec à la clé des conséquences indésirables.

Nouvelles directives à l'égard de la fixation du prix des placements

En mai 2018, la TSX a publié l'Avis du personnel 2018-0003 (l'« Avis 2018-0003 ») qui fournit de nouvelles directives à l'égard de la fixation du prix d'offre aux fins de placements par voie de prospectus ou de placements privés dans les cas où l'émetteur a, peu avant, communiqué de l'information importante. La TSX y précise qu'elle s'attend à ce que les émetteurs inscrits fixent leur prix d'offre cinq jours de bourse francs suivant la communication de l'information importante afin que le cours reflète correctement cette information.

Lorsqu'il serait peu pratique d'attendre cinq jours suivant la communication d'information importante pour effectuer un placement, l'Avis 2018-0003 autorise l'émetteur à présenter une demande de dispense à la TSX dans certaines circonstances. La TSX pourrait permettre qu'un émetteur fixe un prix fondé sur un cours déterminé après moins de cinq jours de bourse, mais n'a pas donné de précisions sur les situations dans lesquelles elle pourrait consentir à un tel écart par rapport au mode de détermination du cours habituel.

Les émetteurs qui ne connaissent pas bien les incidences de l'Avis 2018-0003 risquent de fixer leur prix d'offre à un moment qui est interdit par la TSX ou d'utiliser un cours déterminé d'une manière qui n'est pas acceptée par la TSX. Dans l'un et l'autre cas, le risque que la TSX intervienne et exige que le placement soit approuvé par les actionnaires s'accroît, exigence qui serait défavorable dans la plupart des cas et qui éliminerait potentiellement la possibilité pour l'émetteur de réaliser le placement dans les délais voulus, voire du tout. De plus, les émetteurs devraient être conscients que l'intention même de réaliser un placement, selon son ampleur et ses circonstances, pourrait constituer une information importante non communiquée au sens du cadre réglementaire de la TSX, dont la TSX pourrait théoriquement exiger la communication avant la fixation du prix d'offre.



La TSX y précise qu'elle s'attend à ce que les émetteurs inscrits fixent leur prix d'offre cinq jours de bourse francs suivant la communication de l'information importante afin que le cours reflète correctement cette information.

Notre analyse

En 2018, la TSX a continué d'apporter des modifications importantes à ses politiques et pratiques par le truchement d'avis du personnel qui ont été adoptés en l'absence de toute forme de consultation des participants au marché ou de demande de commentaires à laquelle donnerait lieu un projet de modification visant le *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*. Par conséquent, les avis du personnel ne sont pas passés au crible de la même manière et, souvent, n'ont pas le retentissement que demanderaient l'importance et les conséquences des questions traitées.

Dans l'Avis 2018-0005, la TSX tente de résoudre un problème pour les émetteurs qui souhaitent accroître la contrepartie en actions à payer dans le cadre d'acquisitions pour lesquelles ils ont reçu l'approbation de leurs porteurs de titres. En obligeant tous les émetteurs à informer leurs porteurs de titres qu'ils ont le droit d'émettre un nombre de titres supplémentaires correspondant à 25 % des titres approuvés dans le cadre d'une acquisition advenant une majoration de la contrepartie, la TSX a résolu un problème administratif pour ces émetteurs. Ce changement profitera sans aucun doute à ces émetteurs, mais il s'agit d'une mesure mal ciblée qui pourrait affaiblir tactiquement d'autres émetteurs qui préféreraient ne pas avoir la possibilité d'accroître la contrepartie offerte. Même les émetteurs qui pourraient être disposés à majorer la contrepartie à payer dans le cadre d'une opération seront probablement insatisfaits des nouvelles obligations d'information de la TSX.

Au cours des dernières années, la TSX s'est montrée de plus en plus attentive aux questions liées à la fixation du prix d'offre pour les placements de sociétés qui possèdent des informations importantes non publiques. Tous les émetteurs qui envisagent de réunir des capitaux, par voie d'appel public à l'épargne ou de placement privé, doivent être conscients i) de l'incidence cumulative des récentes directives de la TSX concernant la communication d'information importante non publique avant un placement et ii) de l'effet qu'auront ces directives sur le moment de la fixation du prix d'offre et l'annonce du placement. Un examen pointilleux de ces questions de la part de la TSX pourrait entraîner des retards inattendus, voire l'imposition d'obligations imprévues aux émetteurs par la TSX en ce qui a trait à l'obtention de l'approbation de leurs porteurs de titres.

Zoom sur les É.-U.

La SEC actualise les obligations d'information des sociétés minières

En octobre 2018, la Securities and Exchange Commission des États-Unis (la « SEC ») a approuvé la version définitive des règles (les « nouvelles règles ») visant à actualiser les obligations d'information s'appliquant aux terrains miniers. La SEC cherchait à aligner les nouvelles règles sur *le Règlement 43-101 sur l'information concernant les projets miniers* (la *Norme canadienne 43-101 sur l'information concernant les projets miniers* dans les provinces autres que le Québec) du Canada (le « Règlement 43-101 ») et sur les normes sectorielles établies par le Committee for Mineral Reserves International Reporting Standards (le « CRIRSCO »). Les nouvelles règles, qui remplacent les obligations d'information actuellement imposées aux sociétés minières par l'Industry Guide 7 et l'article 102 du Regulation S-K de la SEC, feront en sorte que les investisseurs disposeront de renseignements plus étendus et détaillés sur les terrains miniers importants des sociétés inscrites.

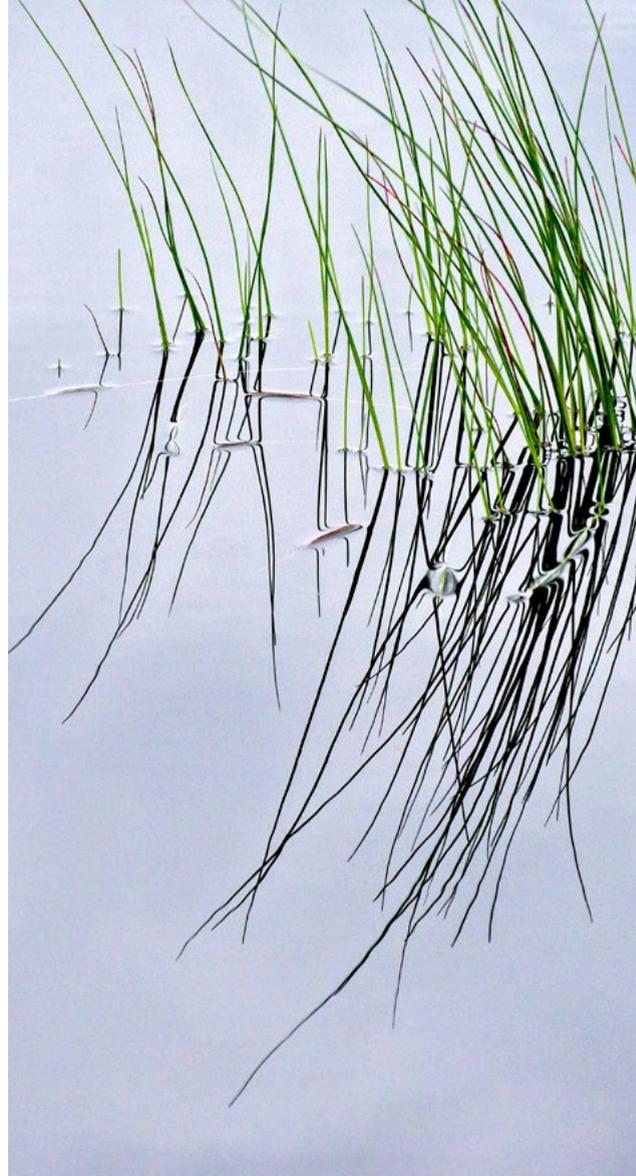
Les nouvelles règles offrent aux émetteurs américains les mêmes conditions que les émetteurs étrangers, en leur permettant pour la première fois de déclarer leurs ressources minérales dans les documents déposés auprès de la SEC. Entre autres changements importants qu'imposent les nouvelles règles, on compte l'obligation de fonder les résultats d'exploration, les ressources minérales et les réserves minérales indiquées qui sont présentés dans le document d'information sur des renseignements et des documents préparés par une « personne qualifiée » ainsi que l'obligation de fournir à la fois un résumé de l'ensemble des activités minières de la société inscrite et l'information prescrite sur chaque terrain minier important.

Conformité aux nouvelles règles

Toutes les sociétés inscrites, y compris les émetteurs privés étrangers, qui exercent des activités minières importantes (ce qui comprend la détention de droits de redevance miniers) doivent se conformer aux nouvelles règles pour les exercices commençant à compter du 1^{er} janvier 2021; toutefois, la SEC permettra la conformité volontaire avant cette date, dès qu'elle aura mis à jour son système de dépôt de documents, EDGAR. Les émetteurs canadiens qui participent au Régime d'information multinational (le « RIM ») peuvent choisir de continuer à suivre le Règlement 43-101 plutôt que les nouvelles règles lorsqu'ils utilisent les formulaires de déclaration d'inscription (*registration statements*) et de rapport annuel de la SEC prévus par le RIM aux fins de dépôt. Les émetteurs canadiens ne participant pas au RIM seront tenus de se conformer aux nouvelles règles, mais la SEC est d'avis que cette obligation ne devrait pas avoir d'incidence majeure pour eux, étant donné que les nouvelles règles sont semblables pour l'essentiel aux dispositions du Règlement 43-101. Il reste à voir, toutefois, quels rapprochements la SEC exigera de la part d'un émetteur participant au RIM qui déposera une déclaration d'inscription sous une autre forme qu'un formulaire prévu par le RIM (comme le formulaire F-4, utilisé dans le cas de l'acquisition par échange d'actions d'un émetteur américain ou d'un émetteur étranger non admissible au RIM).

Exigences relatives au rapport technique sommaire

Lorsqu'une société inscrite déclare pour la première fois des réserves minérales¹ ou des ressources minérales à l'égard d'un terrain important dans une déclaration d'inscription ou un rapport annuel ou lorsqu'elle déclare un changement important concernant ses réserves minérales ou ressources minérales, elle est tenue, selon les nouvelles règles, d'annexer un rapport technique sommaire (semblable au rapport technique prévu par le Règlement 43-101) au document d'information qu'elle dépose auprès de la SEC. Le rapport technique sommaire doit



Les émetteurs canadiens qui participent au Régime d'information multinational (le « RIM ») peuvent choisir de continuer à suivre le Règlement 43-101 plutôt que les nouvelles règles lorsqu'ils utilisent les formulaires de déclaration d'inscription (*registration statements*) et de rapport annuel de la SEC prévus par le RIM aux fins de dépôt.

¹ Les définitions des ressources minérales et des réserves minérales (et de leurs sous-catégories, les ressources minérales mesurées, indiquées et présumées et les réserves minérales prouvées et probables) utilisées dans les nouvelles règles sont semblables pour l'essentiel à celles du Règlement 43-101, qui sont tirées des *CIM Definition Standards on Mineral Resources and Mineral Reserves*.

Contrairement au Règlement 43-101, les nouvelles règles ne stipulent pas expressément qu'une personne qualifiée doit préparer les données scientifiques ou techniques sur lesquelles repose l'information que communique la société inscrite dans un communiqué, ni qu'une telle personne doit en superviser la préparation ou par ailleurs approuver celles-ci.

avoir été préparé par une « personne qualifiée »² et doit résumer l'information que cette personne a examinée et les conclusions auxquelles elle est arrivée. Les nouvelles règles ne comportent aucune exigence concernant l'indépendance de la personne qualifiée, la SEC ayant indiqué que l'obligation de déclarer tout lien entre la personne qualifiée et la société inscrite, le cas échéant, ainsi que la responsabilité professionnelle potentielle de la personne qualifiée, devraient constituer des garanties suffisantes pour les investisseurs.

Participation de la personne qualifiée à la communication de l'information

La société inscrite doit obtenir le consentement écrit de chaque personne qualifiée ayant préparé un rapport technique sommaire avant de joindre celui-ci à sa déclaration d'inscription ou à son rapport annuel et doit annexer également ce consentement écrit à sa déclaration d'inscription³. Si le rapport technique sommaire est inclus dans une déclaration d'inscription et que la personne qualifiée est nommée en tant qu'expert, avec son consentement, celle-ci peut être tenue responsable, en vertu de l'article 11 de la loi des États-Unis intitulée *Securities Act of 1933*, de toute déclaration inexacte ou omission importante dans le rapport technique sommaire. Toutefois, contrairement au Règlement 43-101, les nouvelles règles ne stipulent pas expressément qu'une personne qualifiée doit préparer les données

scientifiques ou techniques sur lesquelles repose l'information que communique la société inscrite, ou en superviser la préparation, ni approuver cette information, si celle-ci est communiquée dans un document autre qu'une déclaration d'inscription, un rapport annuel ou un rapport technique sommaire que dépose la société inscrite.

Communication des résultats d'exploration

Selon les nouvelles règles, la communication des activités et résultats d'exploration à l'égard d'un terrain minier important est volontaire et largement laissée à la discrétion de la société inscrite, à moins qu'une activité et les résultats en découlant ne soient importants pour les investisseurs, auquel cas la société inscrite est tenue de les communiquer. La société inscrite n'a pas l'obligation de déposer un rapport technique sommaire à l'appui de résultats d'exploration importants, mais elle est tenue de se fonder, pour les communiquer, sur les constatations et conclusions d'une personne qualifiée. Lorsqu'elle communique des résultats d'exploration importants, la société inscrite doit donner suffisamment de précisions pour que l'information ne soit pas trompeuse et permette de comprendre parfaitement la signification des résultats d'exploration.

2 Selon les nouvelles règles, une « personne qualifiée » est un professionnel du secteur minier qui compte au moins cinq ans d'expérience pertinente liée au type de minéralisation et du type de gisement dont il est question et au type précis de service qu'il procure à la société inscrite. Contrairement au Règlement 43-101, les nouvelles règles n'énumèrent pas les organismes professionnels reconnus dont doit être membre la personne qualifiée. Les nouvelles règles précisent plutôt les critères que ces organismes doivent remplir.

3 Il est indiqué dans les nouvelles règles que si une entreprise tierce signe le rapport technique sommaire pour la personne qualifiée, c'est cette entreprise tierce qui doit produire le consentement écrit. Si, toutefois, la personne qualifiée est une employée de la société inscrite, elle doit produire elle-même le consentement écrit.

Les définitions des ressources minérales et des réserves minérales (et de leurs sous-catégories, les ressources minérales mesurées, indiquées et présumées et les réserves minérales prouvées et probables) utilisées dans les nouvelles règles sont semblables pour l'essentiel à celles du Règlement 43-101.

Communication des ressources minérales

Les nouvelles règles exigent que la communication d'information sur les ressources minérales soit fondée sur l'évaluation initiale d'une personne qualifiée, c'est-à-dire un examen technique et économique préliminaire du potentiel économique d'une partie ou de la totalité de la minéralisation permettant de déterminer si le gisement contient des ressources minérales présentant des possibilités d'extraction rentable. Il n'est pas nécessaire que l'évaluation initiale contienne une analyse économique, mais si la personne qualifiée décide d'en inclure une, celle-ci doit être une analyse des flux de trésorerie.

La société inscrite doit classer ses ressources minérales en trois catégories – présumées, indiquées et mesurées – c'est-à-dire en fonction du degré de confiance qui y est associé selon les données géologiques sous-jacentes, et préciser les critères de classification employés.

- Une ressource minérale présumée est estimée à partir de données géologiques et d'échantillons limités (permettant seulement de déterminer que la continuité de la formation géologique et de la teneur ou qualité est probable) et ne peut être utilisée pour déterminer des réserves minérales. Cette disposition est conforme au Règlement 43-101.

- Une ressource minérale indiquée est estimée à partir de données géologiques et d'échantillons passablement suffisants pour déterminer de façon raisonnablement certaine la continuité de la formation géologique et de la teneur ou qualité.
- Une ressource minérale mesurée est estimée à partir de données géologiques et d'échantillons concluants, suffisants pour mettre à l'épreuve et confirmer la continuité de la formation géologique et de la teneur ou qualité.
- Une ressource minérale indiquée ne peut être convertie qu'en une réserve minérale probable, mais une ressource minérale mesurée peut être convertie en une réserve minérale prouvée ou une réserve minérale probable. Pour éviter la confusion, la société inscrite doit exclure ses réserves minérales des ressources minérales qu'elle déclare.

Communication des réserves minérales

Les réserves minérales que déclare la société inscrite ne doivent pas reposer sur une évaluation initiale, mais sur l'étude de pré faisabilité ou l'étude de faisabilité d'une personne qualifiée, laquelle doit inclure une analyse financière et une évaluation des « facteurs modificateurs » applicables permettant d'établir la viabilité économique des réserves minérales⁴. Les nouvelles règles offrent

4 Pour pouvoir déclarer la viabilité économique d'une réserve minérale, la personne qualifiée doit déterminer la viabilité économique de l'extraction de la réserve minérale sur la base d'hypothèses raisonnables quant à l'investissement requis et au marché, y compris des hypothèses quant aux prix, aux taux de change, aux taux d'intérêt, aux taux d'actualisation, aux volumes de ventes et aux coûts devant être pris en compte pour déterminer la viabilité économique de la réserve minérale.

certains exemples précis de « facteurs modificateurs »⁵, mais le nombre, le type et les caractéristiques précises des facteurs modificateurs qu'appliquera une personne qualifiée dépendront du minerai, de la mine, du terrain minier et du projet minier en question.

Il revient à la personne qualifiée de classer les réserves minérales en réserves minérales probables ou prouvées, en fonction de sa confiance dans les résultats obtenus après l'application des facteurs modificateurs aux ressources minérales indiquées et mesurées. Les explications suivantes sont données dans les nouvelles règles :

- dans le cas d'une réserve minérale probable, le degré de confiance de la personne qualifiée dans les résultats obtenus après l'application des facteurs modificateurs et dans les estimations de tonnage et de teneur ou de qualité est inférieur au degré de confiance suffisant pour classer une réserve comme réserve minérale prouvée, mais est suffisant pour démontrer la viabilité économique de l'extraction de la réserve minérale;
- une réserve minérale probable peut résulter de la conversion d'une ressource minérale indiquée ou mesurée, mais une réserve minérale prouvée ne peut résulter que de la conversion d'une ressource minérale mesurée.

5 Les facteurs modificateurs peuvent comprendre, par exemple, des facteurs de nature minière, métallurgique, économique ou juridique, des facteurs en matière de traitement, d'infrastructures, de marketing, de conformité environnementale, de plans, de négociations ou d'accords avec des personnes ou groupes locaux, et des facteurs gouvernementaux.

En conclusion

Les nouvelles règles représentent une amélioration considérable par rapport aux dispositions actuelles en matière d'information et offrent un cadre réglementaire aux sociétés inscrites auprès de la SEC exerçant des activités minières importantes qui est comparable au cadre réglementaire s'appliquant aux sociétés minières émettrices canadiennes. La SEC a dressé les nouvelles règles en s'assurant de ne pas s'éloigner substantiellement des exigences actuellement prévues par le Règlement 43-101 et le CRIRSCO. Par conséquent, même s'il est possible que les nouvelles règles créent un problème de conformité mineur pour les émetteurs canadiens n'utilisant pas les documents prévus par le RIM (quoique nous ne sachions pas encore quels seront les rapprochements qu'exigera la SEC de la part d'un émetteur participant au RIM qui déposera une déclaration d'inscription sur un formulaire non prévu par le RIM), elles ont été créées de façon à être suffisamment semblables aux exigences internationales régissant actuellement le secteur minier pour permettre une transition relativement facile à comprendre et à exécuter vers les nouvelles obligations d'information.

Collaborateurs



Aaron J. Atkinson
Toronto



Jonathan Bilyk
Toronto



Chantelle Cseh
Toronto



Richard Fridman
Toronto



Russell Hall
Toronto



Bob Hu
New York



Brooke Jamison
Toronto



Brian Kujavsky
Montréal



Nicolas Morin
Montréal



Robert S. Murphy
Toronto



Jeffrey Nadler
New York



Daniel Pearlman
Toronto



Patricia L. Olasker
Toronto



Geoffrey L. Rawle
Toronto



Zain Rizvi
Toronto



Sébastien Roy
Montréal



Luis Sarabia
Toronto



Brett Seifred
Toronto



Jared Solinger
Toronto



Veronika Stefanski
Toronto



Robin Upshall
Toronto



David Wilson
Toronto

Personnes-ressources

Si vous désirez obtenir de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec nous ou visitez notre site Web au www.dwpv.com. Les informations figurant dans ce guide ne constituent pas un avis juridique. Nous vous invitons à communiquer avec nous directement si vous avez des questions précises.



Robert S. Murphy
Toronto

rmurphy@dwpv.com
416.863.5537



David Wilson
Toronto

dwilson@dwpv.com
416.863.5517



Olivier Désilets
Montréal

odesilets@dwpv.com
514.841.6561



Jeffrey Nadler
New York

jnadler@dwpv.com
212.588.5505

DAVIES

MONTRÉAL

1501, avenue McGill College
Montréal QC Canada
H3A 3N9

514.841.6400

TORONTO

155 Wellington Street West
Toronto ON Canada
M5V 3J7

416.863.0900

NEW YORK

900 Third Avenue
New York NY U.S.A. 10022

212.588.5500