

De la fosse à la politique : ce que l'affaire Lundin signifie pour les obligations d'information des sociétés ouvertes



8 DÉCEMBRE 2025 15 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Litiges en droit des sociétés et des valeurs mobilières](#)
- [Marchés financiers](#)
- [Mines et ressources naturelles](#)

Auteurs(trice): [Emmanuel Pressman](#), [Craig Lockwood](#), [John M. Valley](#), [James R. Brown](#), [Robert Carson](#), [Alex Gorka](#), [Ankita Gupta](#), [Madeleine Worndl](#)

Le 28 novembre 2025, la Cour suprême du Canada a rendu sa décision très attendue dans l'affaire *Lundin Mining Corp. c. Markowich*.^[1] Cette décision partagée indique comment faire la distinction entre les faits importants et les changements importants au sens de la *Loi sur les valeurs mobilières* (la *Loi*). Elle permettra probablement une divulgation plus hâtive et préventive de certains changements qui pourraient se révéler importants. Cette affaire aura des effets notables sur les émetteurs et leurs obligations d'information.

Contexte

En octobre 2017, Lundin Mining Corporation (Lundin) a détecté l'instabilité d'une paroi de la fosse de sa mine de cuivre Candelaria au Chili. Quelques jours plus tard, l'instabilité de la paroi a provoqué un glissement rocheux qui a bloqué l'accès à une partie de la mine. C'est seulement un mois après les événements que Lundin a diffusé un communiqué de presse indiquant que l'interruption de ses activités à cet endroit avait entraîné une révision à la baisse des prévisions de production pour 2018 et 2019. Le lendemain de la publication du communiqué de presse, les actions de Lundin ont chuté de 16 % à la Bourse de Toronto, soit une perte de plus d'un milliard de dollars en capitalisation boursière.

Un investisseur qui avait acheté des actions entre la période d'instabilité et du glissement rocheux et leur divulgation ultérieure a demandé l'autorisation d'intenter une action en responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire, au motif que la société n'avait pas respecté ses obligations d'information occasionnelle sur l'instabilité de la paroi et le glissement rocheux qui s'en est suivi dans sa mine de cuivre au Chili. Le demandeur alléguait que l'instabilité de la paroi et le glissement rocheux consécutif constituaient chacun des « changements importants » au sens de la *Loi*, et qu'ils devaient donc être divulgués sans délai.

Cadre juridique

La *Loi* (et les règles correspondantes des autres provinces et territoires canadiens) exige que les émetteurs divulguent les « faits importants » dans certains documents d'information prescrits (tels que les prospectus et les rapports annuels et trimestriels). Tout « changement

important » doit être divulgué dans les meilleurs délais. Un fait important s'entend d'un « fait » dont il est raisonnable de s'attendre qu'il produira un effet appréciable sur le cours ou la valeur des titres d'un émetteur. Un changement important s'entend pour un émetteur d'un « changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital » dont il est raisonnable de s'attendre qu'il produira un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ses valeurs mobilières.

Les décisions des tribunaux inférieurs

Le juge des motions a rejeté la demande d'autorisation du demandeur d'intenter une action en responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire prévue par la *Loi*. Le juge a admis que l'instabilité de la paroi de la fosse et le glissement rocheux pouvaient constituer des « faits importants ». Il a toutefois estimé que le demandeur n'avait aucune possibilité raisonnable de démontrer un « changement important » dans « les activités, l'exploitation ou le capital » de la société, parce que ces risques sont prévisibles et inhérents à l'exploitation minière à ciel ouvert que Lundin gère habituellement.

Comme indiqué précédemment, la Cour d'appel a infirmé la décision du juge des motions et a autorisé le demandeur à intenter son action. La Cour d'appel a estimé que le juge des motions avait mal interprété le critère légal de « changement important » en adoptant des définitions restrictives des termes en cause (c'est-à-dire « un changement dans les activités, l'exploitation ou le capital de la société ») et avait commis une erreur en appliquant ces définitions restrictives au critère d'autorisation. Selon la Cour d'appel, le critère prévu par la loi exigeait uniquement une « interprétation plausible » des dispositions légales et des éléments de preuve suffisants pour justifier une autorisation.

En accueillant l'appel, la Cour d'appel a conclu qu'il existait une possibilité raisonnable que l'instabilité de la paroi de la fosse et le glissement rocheux constituent des « changements » dans les activités de la société, compte tenu des preuves montrant que ces événements ont influé sur le calendrier d'exploitation de la mine et réduit ses prévisions de production annuelle.

Motifs de la majorité de la Cour suprême

Le juge Jamal, qui s'exprimait au nom de la majorité de la Cour suprême, a rejeté l'appel interjeté par Lundin contre la décision de la Cour d'appel infirmant la décision du juge des motions. Il a estimé que l'instabilité d'une paroi de la fosse et le glissement rocheux avaient nui aux activités d'exploitation de la mine par la société, et que le demandeur avait des chances raisonnables de prouver que ces événements constituaient des changements importants au sens de la *Loi*.

La décision donne des précisions sur la distinction entre les faits importants et les changements importants au sens de la *Loi*.

- Un fait important est « statique », tandis qu'un changement important est « dynamique ». Un fait important fournit un instantané des affaires d'un émetteur à un moment donné, tandis qu'un changement important compare les affaires d'un émetteur à deux moments donnés.
- Un fait important est défini de manière plus large qu'un changement important, puisqu'il n'est pas nécessairement lié aux activités commerciales, à l'exploitation ou au capital d'un émetteur, du moment qu'il a un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ses titres.

- Un changement important est interne à l'émetteur; un fait important peut être interne ou externe à l'émetteur. Cela signifie que les mouvements politiques, économiques et sociaux externes peuvent constituer des changements importants uniquement s'ils entraînent une modification importante des activités, de l'exploitation ou du capital de l'émetteur.
- De simples négociations ou délibérations internes ne constituent généralement pas un changement dans les activités, l'exploitation ou le capital d'un émetteur. En revanche, si les négociations ou délibérations internes ont une certaine envergure, elles constituent des faits importants.

La majorité a conclu que le juge des motions avait commis une erreur dans son interprétation de l'expression « changement important ». Premièrement, le juge des motions a interprété de manière restrictive le sens d'un « changement » en se fondant sur une définition de dictionnaire, plutôt que d'interpréter ce terme dans son contexte et en reconnaissant que la législature l'a intentionnellement laissé non défini afin qu'il acquière un sens en étant appliqué dans des circonstances factuelles particulières. Deuxièmement, le juge des motions a intégré dans la définition même de « changement » l'exigence qu'un changement soit « notable et substantiel ». Cette interprétation n'était pas fondée sur l'objectif de la législation sur les valeurs mobilières, à savoir corriger les asymétries informationnelles entre les émetteurs et les investisseurs. Troisièmement, le juge des motions a interprété « activités commerciales, exploitation ou capital » en proposant pour chacun de ces termes non définis des définitions restrictives tirées de la jurisprudence, bien que la législature ait intentionnellement laissé ces termes non définis afin de « préserver leur sens commercial ordinaire et leur souplesse comme l'exigent les circonstances factuelles particulières ».

La majorité a conclu que le juge des motions avait commis une erreur dans son interprétation de l'expression « changement important » et a préféré adopter l'analyse en deux étapes de la Cour d'appel pour déterminer s'il y a eu un « changement important », la première étape consistant à évaluer la nature du changement et la deuxième à examiner son ampleur.

Au vu des faits en l'espèce, la majorité a souscrit à la conclusion de la Cour d'appel. La Cour suprême a estimé que si le juge des motions avait correctement interprété la notion de changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital, et appliqué cette interprétation à la preuve présentée dans le cadre de la motion, il aurait conclu qu'il y avait une possibilité raisonnable pour M. Markowich de démontrer que l'instabilité d'une paroi de la fosse et le glissement rocheux avaient entraîné un changement dans l'exploitation de Lundin. En conséquence, la majorité a jugé qu'il était raisonnablement possible que M. Markowich puisse réussir au procès à établir qu'il y avait eu des changements importants que Lundin aurait dû divulguer sans délai, mais qu'elle ne l'avait pas fait. Par conséquent, M. Markowich aurait dû obtenir l'autorisation d'intenter une action en vertu du par. 138.8(1) de la *Loi*.

Les motifs dissidents

Dans son opinion dissidente, la juge Côté aurait accueilli l'appel et rétabli l'ordonnance du juge des motions qui refusait l'autorisation. Selon elle, la notion de « changement important » doit s'appliquer à un aspect essentiel ou de haut niveau des activités commerciales, de l'exploitation ou du capital de l'émetteur, qui fait varier la position, l'orientation ou la direction des activités commerciales, de l'exploitation ou du capital de l'émetteur à un niveau très général. Elle a affirmé que pour des événements ayant une incidence sur un émetteur, il existe quatre exceptions qui ne correspondent pas à la définition de « changement » :

- les faits externes ou les changements politiques, économiques et sociaux indépendants de la volonté d'un émetteur, à moins qu'ils n'entraînent réellement un changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital;
- les fluctuations des revenus ou de la production;
- les développements internes incertains dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital d'un émetteur, comme franchir les étapes intermédiaires d'une négociation de fusion, avoir de nouvelles discussions sur une acquisition, ou répondre à une offre publique d'achat;
- les événements qui maintiennent le statu quo dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'émetteur.

Cette interprétation permet de conclure que l'instabilité, le glissement rocheux et le reséquençage nécessaire des opérations minières de Lundin ont touché moins de 5 % de sa production annuelle à l'époque, qu'ils découlaient des risques inhérents au secteur minier, et ne constituaient donc pas un « changement » dans ses activités, son exploitation ou son capital. La juge Côté souligne que l'interprétation large des changements importants par la majorité risque d'entraîner des obligations excessives de divulgation, des coûts de conformité plus élevés, et des risques de responsabilité accrus pour les émetteurs, leurs administrateurs et leurs dirigeants.

Points à retenir

La décision de la Cour suprême devrait être lourde de conséquences pour les participants aux marchés des capitaux.

Tout d'abord, la Cour suprême a précisé que le concept de « changement » revêt son sens ordinaire et ne doit pas être limité aux questions « essentielles » ou « fondamentales ». La Cour a également précisé que le terme « changement » exclut toute considération sur l'ampleur, puisque cette notion fait partie des critères d'importance relative. Les émetteurs doivent éviter d'imposer de seuils qualitatifs à l'évaluation du « changement ». Les changements dans l'exploitation qui influent sur le déroulement des activités d'un émetteur, même s'ils sont localisés ou semblent gérables, peuvent constituer un « changement », mais leur importance relative reste à évaluer.

Deuxièmement, la distinction essentielle entre les événements internes et externes demeure aux fins de déterminer s'il y a eu un changement important. La Cour suprême a statué qu'un changement important est interne à l'émetteur. Les mouvements politiques, économiques et sociaux externes ne peuvent constituer des changements importants que s'ils entraînent une modification importante des activités, de l'exploitation ou du capital de l'émetteur. Les juges de la majorité ont cité l'affaire *In the Matter of Coventree Inc. et al.*, dans laquelle la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) (aujourd'hui, le Tribunal des marchés financiers) a estimé que la société avait manqué à ses obligations de divulgation en temps utile en omettant de déposer un rapport de changement important après qu'une agence de notation de crédit eut annoncé qu'elle cesserait de fournir des notations pour certaines opérations d'arbitrage de crédit, qui représentaient une part importante des activités de Coventree. La CVMO a estimé que ces événements externes, ainsi que les événements de liquidité qui ont suivi, constituaient des changements importants justifiant une divulgation, car les investisseurs n'auraient pas été en mesure d'évaluer pleinement leurs répercussions sur les activités de Coventree au fur et à mesure que ces événements se déroulaient et compte tenu de l'importance de ces opérations pour les activités de Coventree.

Plus particulièrement, la Cour suprême a insisté sur le fait que de simples négociations et

délibérations internes, même de nature importante, ne constituent pas un changement dans les activités, l'exploitation ou le capital d'un émetteur. Par exemple, les négociations sur une fusion entre des contreparties potentielles qui n'ont pas encore abouti à une décision, ou les négociations en cours avec certains organismes de réglementation dans le cadre d'un processus d'approbation réglementaire régulier et continu, ne constituent généralement pas un changement dans les activités, l'exploitation ou le capital d'un émetteur. Ces observations sont conformes aux pratiques du marché et elles facilitent la tâche des juristes qui doivent prendre des décisions complexes sur la divulgation dans ce type de situation.

Troisièmement, la Cour suprême a aussi fourni des éclaircissements utiles sur le seuil légal pour autoriser une action quant aux obligations d'information sur le marché secondaire. Les juges de la majorité ont expliqué que la norme applicable à une motion en autorisation est plus stricte que le critère d'autorisation ou de certification d'un recours collectif, puisque le demandeur doit démontrer une possibilité raisonnable ou réaliste que l'action soit accueillie par une application plausible de la loi à des éléments de preuve crédibles. À ce stade, il ne faut pas pour autant que les tribunaux tiennent des « mini-procès ». La Cour suprême a souligné l'obligation pour le juge des motions de tenir compte de la crédibilité, de la fiabilité et de la force relative des éléments de preuve contradictoires présentés par les parties.

La décision de la Cour suprême dans l'affaire Lundin préconise une approche guidée par l'objectif des exigences en matière de divulgation qui est de niveler l'asymétrie sur le plan de l'information entre les émetteurs et les investisseurs. La Cour suprême réaffirme que la détermination de l'existence d'un changement important est hautement contextuelle et ne se fonde pas sur un critère de démarcation nette, mais plutôt sur le jugement et le bon sens. Cela dit, les juges majoritaires ont expliqué que cette analyse contextuelle est guidée par l'objectif général des obligations de divulgation, qui est de garantir que soient transmis promptement aux investisseurs les renseignements exacts nécessaires pour prendre des décisions éclairées, ce qui sert à maintenir l'intégrité du système des valeurs mobilières et à protéger l'intérêt public.

Point important, la Cour suprême n'a pas déterminé qu'un « changement important » s'était produit dans cette affaire. Les juges de la majorité ont plutôt autorisé le demandeur à intenter son action en responsabilité civile quant aux obligations d'information sur le marché secondaire. À la lumière du dossier et compte tenu du seuil juridique que le demandeur doit atteindre dans le cadre d'une motion en autorisation (c'est-à-dire qu'il doit être raisonnablement possible qu'une action soit accueillie), les juges majoritaires n'étaient pas disposés à conclure que les événements ne constituaient pas un changement important. Il reste toutefois à déterminer le bien-fondé de l'action à partir d'un dossier de preuve complet.

Pour de nombreuses sociétés ouvertes émettrices, cette décision permettra probablement une divulgation plus hâtive de certains changements qui pourraient se révéler importants. La décision abaisse le seuil à partir duquel il faut conclure à un « changement ». Par conséquent, avant que ne soit achevée l'évaluation de l'importance relative du changement, le délai pour effectuer une divulgation en temps utile pourrait être déjà écoulé. Cette approche risque donc de favoriser des décisions prématurées ou plus prudentes en matière de divulgation. Combinée à l'absence de déférence pour un jugement porté en fonction de critères commerciaux dans le contexte de la prise de décisions en matière de divulgation, la décision de la Cour suprême devrait donner lieu à certaines modifications des pratiques actuelles de divulgation chez les sociétés ouvertes canadiennes, qui s'efforcent de gérer le risque accru de litiges. Dans certains cas, il pourrait être nécessaire de divulguer des informations avant même de connaître ou de quantifier les effets d'un événement ou d'un changement, dont l'évaluation et la pleine appréciation pourraient prendre plus de temps. Cette remarque concerne surtout les sociétés minières et les événements qui perturbent leurs projets, comme l'effondrement d'une paroi de fosse, l'écroulement d'un tunnel ou l'incendie d'une installation de traitement. Même si l'événement initial est connu, il faut généralement plusieurs jours, voire plusieurs semaines, pour bien cerner et quantifier ses effets sur les

activités de l'émetteur, en raison de la complexité des opérations. Ce délai peut être encore prolongé par les exigences des lois canadiennes sur les valeurs mobilières, qui exigent de faire préparer ou approuver les données scientifiques et techniques par une personne qualifiée. Dans ces cas, il faut s'attendre à voir des émetteurs en plus grand nombre divulguer les événements sans évaluer clairement leurs effets sur le projet. Les conseillers ont toujours considéré qu'une divulgation prématurée des informations ne facilitait pas vraiment la tâche des investisseurs, auxquels il revient alors d'évaluer eux-mêmes les conséquences possibles en l'absence de données fiables. Il reste à voir comment le marché réagira aux éventuels changements dans les pratiques de divulgation consistant à diffuser plus rapidement des données purement factuelles sur des événements, ou encore des invitations à « rester à l'écoute pour de nouvelles annonces » sur leurs conséquences opérationnelles et financières.

Nous suivrons de près cette affaire et vous tiendrons régulièrement informés de son évolution.

[1] 2025 CSC 39.