

Le point de vue le plus récent de la CVMO a des incidences sur les opérations sur les marchés financiers : points saillants du Rapport annuel 2016-2017 de la Direction du financement des entreprises

25 SEPTEMBRE 2017 11 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Marchés financiers](#)
- [Services bancaires et financiers](#)

Auteurs(trice): [James R. Brown](#), [Desmond Lee](#), [Rosalind Hunter](#)

La Direction du financement des entreprises de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a publié son plus récent Rapport annuel, le 21 septembre 2017. Un lien vers le rapport vous est fourni [ici](#). À l'instar des rapports annuels précédents, ce dernier rapport présente le point de vue du personnel de la CVMO (« le personnel ») sur les politiques dans un certain nombre de domaines, notamment la divulgation rattachée aux prospectus et l'information continue. Vous trouverez ci-dessous six indications tirées du plus récent rapport qui pourraient avoir des répercussions sur les opérations sur les marchés financiers, notamment les premiers appels publics à l'épargne (« PAPE ») et les acquisitions fermes.

- 1. La CVMO commente les objectifs prospectifs de la direction et les autres informations prospectives dans les prospectus et les documents d'information continue** – La CVMO a rendu public son point de vue sur l'inclusion d'information prospective à plus long terme dans les prospectus et les documents d'information continue. Le point de vue du personnel vise sans doute la pratique récente d'inclure les objectifs financiers et opérationnels pour trois à cinq ans dans les prospectus relatifs à un PAPE, pratique qui a vu le jour pendant la vague de PAPE en 2015 et qui se poursuit encore aujourd'hui, particulièrement dans les secteurs de la vente au détail et les secteurs axés sur le consommateur. Bien qu'il n'interdise pas cette pratique, le personnel réitère le point de vue exprimé dans ses lettres de commentaires sur les prospectus relatifs à un PAPE contenant de l'information prospective sur les objectifs. Plus particulièrement, la CVMO indique qu'elle estime que la période pour laquelle les perspectives financières peuvent raisonnablement être estimées ne dépassera pas, dans bien des cas, la fin de l'exercice suivant de l'émetteur. Cela signifie-t-il que les objectifs financiers et opérationnels sur trois ou cinq ans dans un prospectus relatif à un PAPE seront rejetés? Nous ne le croyons pas. Cependant, le personnel précise qu'il pourrait demander aux émetteurs de ramener la communication d'information prospective à une période plus courte (comme un an ou deux ans) si les objectifs pour de plus longues périodes ne peuvent être appuyés de manière suffisante par des hypothèses qualitatives et quantitatives raisonnables. Nous croyons que le personnel a une préférence pour les hypothèses multiples et détaillées sous-tendant les objectifs de croissance, ce qui, nous le constatons, est contraire à la façon dont ces objectifs sont communiqués sur le marché

américain. Selon le personnel, un émetteur qui prévoit des objectifs de croissance élevés sans disposer de l'avantage de l'expérience passée devrait être en mesure de démontrer (i) un fondement raisonnable pour ces objectifs, y compris des déterminants clés faisant référence aux plans et aux objectifs précis qui soutiennent la croissance projetée, et (ii) pourquoi la direction croit que les objectifs sont raisonnables. La CVMO rappelle aux émetteurs leur obligation de mettre à jour l'information sur les objectifs lorsqu'il est raisonnablement probable que les événements ou les circonstances fassent en sorte que les résultats réels diffèrent de manière importante des objectifs antérieurement communiqués, et d'inclure une comparaison des résultats réels par rapport aux objectifs antérieurement communiqués. En pratique, nous croyons que cela signifie de faire état annuellement des progrès accomplis par rapport aux objectifs, dans le Rapport de gestion de l'émetteur.

2. **Mise en garde à l'égard des mesures financières non conformes aux PCGR** – La CVMO n'avait jamais fait montre d'autant de fermeté pour signaler son intention de prendre des mesures réglementaires à l'encontre d'émetteurs quant aux mesures financières non conformes aux PCGR si le personnel considère qu'un émetteur a communiqué de l'information d'une manière qu'il juge trompeuse ou autrement contraire à l'intérêt public. Entre autres éléments pris en considération, la CVMO a fait part de sa préoccupation relative à l'importance accordée aux mesures financières non conformes aux PCGR et a fourni des exemples des attentes du personnel en matière de mesures non conformes aux PCGR pour les émetteurs dans certains secteurs d'activité. Par exemple, la CVMO a critiqué les FPI pour leur divulgation de la durabilité des distributions, ainsi que pour l'importance des mesures de fonds provenant de l'exploitation (FPE) et de fonds provenant de l'exploitation ajustés (« FPEA »), et les « rajustements flous » effectués pour en arriver à ces mesures financières non conformes aux PCGR. Le personnel a aussi réitéré que les mesures financières non conformes aux PCGR ne devraient pas décrire des rajustements comme étant extraordinaires, peu fréquents ou inhabituels, lorsqu'il est raisonnablement probable qu'une perte ou un gain semblable se produise au cours des deux prochaines années ou s'est produit(e) au cours des deux années précédentes. Ces commentaires n'ont rien de nouveau, mais le fait que la CVMO fasse part de son intention de prendre des mesures réglementaires à l'encontre des émetteurs constitue une mise en garde claire adressée aux émetteurs et à leurs conseillers.
3. **Les PAPE peuvent nécessiter trois ans d'états financiers et de rapports de gestion pour les entreprises acquises** – Nous rappelons aux émetteurs et à leurs conseillers que, du point de vue du personnel, l'exigence de fournir trois ans d'états financiers et de rapports de gestion pour un prospectus ordinaire s'applique non seulement à l'émetteur, mais aussi à toute entreprise remplacée de l'émetteur ou aux entreprises acquises par l'émetteur à quelque moment que ce soit au cours des trois derniers exercices ou de l'exercice en cours, y compris les acquisitions dont la clôture n'a pas encore eu lieu. Comme nous l'avons vu dans le cadre d'opérations antérieures, le personnel est d'avis que les règles relatives aux acquisitions importantes ne s'appliquent pas à un PAPE. Cela peut être un vrai casse-tête pour les émetteurs qui font des acquisitions, tels que les

entreprises de technologie, les émetteurs du secteur immobilier et toute entreprise ayant pour stratégie de faire des acquisitions stratégiques ou complémentaires, étant donné que cela signifie qu'un émetteur doit avoir accès à trois années d'états financiers audités et de rapports de gestion et être prêt à les fournir, pour potentiellement toutes les acquisitions récentes et qui ne sont pas « de minimis ». D'après notre expérience, les dispenses ne sont disponibles que lorsqu'une entreprise acquise est d'assez petite taille, ou lorsque l'acquisition a eu lieu il y a assez longtemps (il y a deux ou trois ans) pour que l'entreprise ait été incluse dans les états financiers audités de l'émetteur pendant une période suffisante. On ignore si les autres commissions des valeurs mobilières du Canada partagent le point de vue du personnel, mais tous les émetteurs qui envisagent un PAPE devraient examiner soigneusement les exigences en matière d'information financière applicables aux entreprises acquises assez tôt au cours du processus de PAPE.

4. **LA CVMO suggère que les émetteurs pourraient devoir fournir de l'information financière additionnelle et d'autres informations lors de placements utilisés pour financer des acquisitions de transformation** – À notre connaissance, le personnel a fait sa première déclaration publique selon laquelle les émetteurs devraient examiner si la divulgation standard rattachée aux acquisitions importantes est adéquate dans les situations où un émetteur mobilise le produit pour financer une acquisition constituant une partie importante de son entreprise, ou qui est plus vaste que l'entreprise existante de l'émetteur. Nous croyons que la CVMO vise clairement les acquisitions « de transformation » d'émetteurs qui sont financées, en totalité ou en partie, au moyen du produit d'un placement par voie de prospectus, y compris une acquisition ferme. Ce genre d'acquisitions a eu lieu dans différents secteurs d'activité, au cours des dernières années. La CVMO laisse entendre qu'il pourrait en falloir davantage à un émetteur que la communication de la déclaration d'acquisition d'entreprise (DAE) prescrite dans ces situations, mais elle fournit peu de détails sur ce que cela comporterait, indiquant que les émetteurs assujettis qui produisent une notice annuelle devraient déterminer si la notice annuelle a besoin d'être complétée par de l'information supplémentaire dans le prospectus, compte tenu de l'acquisition, et si l'inclusion d'états financiers supplémentaires (sans doute au-delà des deux années d'états financiers standard et des périodes intermédiaires comparatives les plus récentes) est nécessaire. Nous croyons que ce développement est potentiellement très important, car les émetteurs et leurs conseillers doivent dorénavant examiner s'il y a lieu d'avoir des discussions avant le dépôt avec le personnel qui pourraient mener à la production d'états financiers annuels de l'entreprise cible pour plus de deux années, et peut-être à la communication d'information supplémentaire relative à l'entreprise cible et à l'incidence de l'acquisition sur la propre entreprise de l'émetteur. Il est possible que les indications de la CVMO visent l'incompatibilité entre les exigences de divulgation rattachées aux prospectus dans le cas d'acquisitions importantes, et les exigences de divulgation plus rigoureuses rattachées aux circulaires d'information qui peuvent s'appliquer dans le contexte d'une acquisition importante, lorsque la tenue d'une assemblée des actionnaires est requise.

5. **Les émetteurs se font rappeler de se conformer aux exigences relatives au comité**

d'audit lors de PAPE – Nous avons récemment vu des exemples d'émetteurs, dans le cadre d'un PAPE, qui tiraient parti des dispenses offertes dans les règles relatives au comité d'audit permettant à un comité d'audit d'avoir moins d'administrateurs indépendants que prévu au moment du prospectus définitif relatif au PAPE. Plus particulièrement, un émetteur est techniquement autorisé à avoir un administrateur indépendant sur trois au sein du comité d'audit au moment du prospectus définitif, mais il doit avoir deux administrateurs indépendants sur trois dans les 90 jours suivant la date à laquelle le prospectus définitif est visé, et trois administrateurs indépendants sur trois dans l'année qui suit le visa du prospectus définitif, en supposant que le comité d'audit est composé de trois personnes. On recourt parfois à ces dispenses lorsque les émetteurs sont incapables de recruter la totalité des administrateurs indépendants à temps pour agir lorsque la conjoncture est favorable à un PAPE. La CVMO souligne que, lorsqu'un émetteur dépose un prospectus relatif à un PAPE, il doit avoir en place un comité d'audit dont la composition satisfait aux exigences du Règlement 52-110 sur le comité d'audit (le Règlement), au plus tard à la date à laquelle le prospectus définitif est visé. Nous ignorons pourquoi la CVMO a fourni ces indications, étant donné qu'elle renvoie également aux dispenses énoncées dans le Règlement, qui engloberaient les dispenses susmentionnées permettant à un émetteur de satisfaire aux exigences relatives aux administrateurs indépendants au sein d'un comité d'audit dans les délais prescrits. Nous supposons que les émetteurs continueront de pouvoir tirer parti des dispenses disponibles aux termes du Règlement dans les circonstances appropriées.

6. **Les émetteurs du secteur minier doivent se montrer très prudents avec l'information technique, y compris l'évaluation économique préliminaire (EEP)** – La CVMO souligne encore qu'elle continue de voir des divulgations non conformes des EEP dans les rapports techniques qui comportent des analyses économiques, des calendriers de production et des modèles de flux de trésorerie s'appuyant sur les ressources minérales présumées avec des études économiques fondées sur les réserves minérales. Le personnel précise qu'il surveillera ce secteur de près. À notre avis, il est essentiel que les émetteurs du secteur minier et leurs conseillers ne procèdent pas à une acquisition ferme en vertu d'un prospectus simplifié ou préalable, sans avoir la certitude que l'émetteur s'est conformé aux lignes directrices relatives à la communication de l'EEP et que l'émetteur n'éprouve pas autrement de problème important quant à son information technique. L'omission de le faire pourrait entraîner de graves risques d'échec d'un placement, en raison du fait qu'il est difficile de corriger de l'information technique déficiente au milieu d'une opération.