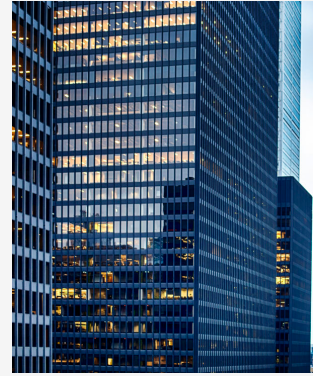


Les ACVM proposent des modifications importantes en ce qui concerne les rachats d'actions et les obligations de déclaration d'actionnaires



15 JUIN 2026 19 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Fusions et acquisitions](#)
- [Gouvernance d'entreprise](#)
- [Marchés financiers](#)
- [Réglementation des valeurs mobilières](#)

Auteurs(trice): [James R. Brown](#), [Alex Gorka](#), [Emmanuel Pressman](#), [Amelia Miao](#), [Jason Comerford](#), [Rosalind Hunter](#)

Key Takeaways

- Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières proposent des modifications aux régimes des offres publiques d'achat et de rachat qui visent à en accroître la souplesse et la transparence.
- Les propositions actualisent et clarifient les obligations de déclaration selon le système d'alerte pour les actionnaires importants, notamment en ce qui concerne les premiers appels publics à l'épargne et les relations d'alliés.
- Les parties intéressées ont jusqu'au 12 août 2026 pour soumettre des commentaires.

Les dernières révisions des régimes des offres publiques d'achat et de rachat au Canada remontent à plus de dix ans. Le 14 mai 2026, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont présenté des [projets de modification](#) [PDF] des exigences des lois sur les valeurs mobilières qui encadrent ces opérations et les obligations de déclaration selon le système d'alerte. Les modifications codifiées et les directives visent à procurer aux émetteurs davantage de souplesse pour racheter leurs propres titres, à accroître la transparence au chapitre de la propriété des participations dans des dérivés dans des cas précis, à alléger le fardeau réglementaire et à améliorer l'intégrité des régimes de déclaration en lien avec les offres publiques de rachat et d'achat et selon le système d'alerte au moyen de modifications claires et d'indications supplémentaires.

Les projets de modification auraient notamment pour effet :

- de faciliter l'obtention de dispenses d'une portée accrue relativement aux rachats d'actions, notamment en introduisant une nouvelle dispense ciblée autorisant l'émetteur à effectuer des rachats sélectifs, en inscrivant dans la réglementation des dispenses précédemment accordées pour des offres de rachat effectuées au moyen d'« adjudications à la hollandaise » et en élargissant la portée des dispenses pour y inclure les émetteurs

non assujettis;

- d'exiger des informations plus complètes concernant les participations dans des dérivés équivalents à des actions, dans le cadre des offres publiques d'achat et des sollicitations de procurations;
- d'apporter des changements au régime du système d'alerte et au régime de déclaration mensuelle, notamment : en donnant des indications sur le moment où il faut mettre à jour les informations sur les « projets ou intentions » de l'acquéreur dans une déclaration selon le système d'alerte; en précisant les délais pour le dépôt des déclarations (notamment en exigeant une déclaration initiale selon le système d'alerte des actionnaires importants après un premier appel public à l'épargne); et en créant une obligation de dépôt au début d'une relation d'allié;
- d'éliminer la dispense permettant d'effectuer des achats sur le marché respectant le seuil de 5 % pendant la durée d'une offre publique d'achat.

Dans le présent bulletin d'actualités, nous nous penchons sur les effets éventuels de ces changements. Plus évolutifs que révolutionnaires, ces changements offriront une souplesse accrue aux émetteurs et obligeront les actionnaires importants à examiner soigneusement leurs obligations de déclaration en vertu des lois canadiennes sur les valeurs mobilières.

Restrictions relatives aux offres publiques de rachat et proposition de dispense pour les rachats sélectifs

Régime des offres publiques de rachat

En vertu du régime canadien des offres publiques de rachat, le rachat par des émetteurs des titres qu'ils ont émis est réglementé plus rigoureusement au Canada que dans d'autres pays, dont les États-Unis. En vertu du *Règlement 62-104 sur les offres publiques d'achat et de rachat* (le Règlement 62-104), sauf si l'une des rares dispenses est accordée, un émetteur qui souhaite racheter ses propres titres doit se conformer aux exigences formelles relatives aux offres publiques de rachat (communément appelées « offres publiques de rachat importantes », qui s'apparentent aux *self-tender offers* aux États-Unis).

La dispense relative aux offres publiques de rachat dans le cours normal des activités (dispense relative aux OPRCNA) est une dispense fréquemment utilisée qui permet soit de racheter à l'étranger jusqu'à 5 % des actions en circulation, soit de racheter le plus élevé d'entre 5 % des actions en circulation et 10 % du flottant de l'émetteur, pourvu que le rachat soit effectué par l'intermédiaire d'une bourse canadienne désignée, telle que la Bourse de Toronto, et conformément aux exigences de cette bourse en ce qui concerne les OPRCNA. Cependant, cette dispense pour le rachat par l'intermédiaire d'une bourse désignée ne peut pas être accordée pour les rachats effectués auprès d'initiés. De plus, contrairement au régime canadien des offres publiques d'achat (qui s'apparente à celui des *tender offers* aux États-Unis), le régime canadien des OPRCNA ne prévoit pas de « dispense pour contrats de gré à gré » qui faciliterait des rachats ciblés ou sélectifs. Si ce type de dispense n'est pas prévu, c'est pour garantir le traitement égal de tous les actionnaires, en particulier compte tenu de l'avantage informationnel évident que détiennent l'émetteur et ses actionnaires initiés par rapport aux actionnaires non initiés.

Dispense pour rachats sélectifs

À la lumière des commentaires du marché et compte tenu du nombre élevé de demandes de dispense discrétionnaire, les ACVM proposent une dispense pour rachats sélectifs qui permettrait aux émetteurs de racheter au plus 5 % des titres d'une catégorie auprès d'au plus cinq personnes et dans le cadre d'au plus cinq opérations, au cours d'une période de 12 mois. La limite de 5 % s'ajoute à la dispense relative aux OPRCNA et à la dispense en faveur des salariés, des membres de la haute direction, des administrateurs et des consultants prévue au Règlement 62-104.

La dispense proposée exigerait que les conditions suivantes soient réunies :

- a. la valeur de la contrepartie versée, y compris les courtages, doit être inférieure au cours de clôture des titres visés sur leur principal marché de négociation à la date de l'offre;
- b. à la date de l'offre, il doit exister un marché liquide pour la catégorie de titres;
- c. le conseil d'administration de l'émetteur doit avoir déterminé qu'après la réalisation de l'offre, le marché pour la catégorie de titres visée par l'offre ne devrait raisonnablement pas présenter une diminution importante de la liquidité par rapport au marché qui existait à la date de l'offre, et que l'offre ne devrait raisonnablement pas avoir une incidence négative appréciable sur le cours ou la valeur de la catégorie de titres visée par l'offre;
- d. l'émetteur doit publier et déposer un communiqué, après la présentation de l'offre et avant l'ouverture du marché principal pour la négociation des titres visés.

Ces conditions correspondent dans l'ensemble aux conditions d'octroi de précédentes dispenses pour des rachats sélectifs et visent à réduire les risques de traitement préférentiel d'actionnaires importants.

La dispense proposée répond à un besoin évident. L'inscription dans la réglementation de pratiques existantes, qui éliminera la nécessité de demander une dispense, accélérera les opérations et apportera davantage de certitude aux émetteurs. Nous pensons que la limite de 5 % que cette dispense impose aux rachats sera suffisante dans la plupart des cas. Une limite plus élevée pourrait néanmoins être justifiée dans certains cas – par exemple, si le rachat a lieu en même temps qu'une offre publique sur le marché secondaire.

Autres considérations

L'avis de consultation ne traite pas des rachats effectués à l'étranger ni des aspects qui nécessitent généralement une consultation du personnel des ACVM pour les rachats auprès de porteurs de titres à l'extérieur du Canada. En théorie, le régime des offres publiques de rachat au Canada s'applique uniquement aux rachats auprès de porteurs canadiens. Toutefois, le critère de « l'intérêt public » est l'un des critères utilisés à divers degrés par les autorités canadiennes en valeurs mobilières dans leur évaluation des rachats à l'étranger. Il est donc assez courant que des rachats sélectifs à l'étranger fassent l'objet d'« attestations non exécutoires » (soft comfort). L'inscription des facteurs pertinents dans la réglementation permettrait de réduire le nombre de consultations requises et de dissiper l'incertitude.

Les propositions ne s'appliquent pas à d'autres opérations comprenant des rachats d'actions qui sont de plus en plus courantes, surtout chez les émetteurs transfrontaliers. On pense notamment aux placements de titres convertibles jumelés à des dérivés pouvant prévoir un rachat d'actions connexe par l'émetteur (par exemple, des options d'achat plafonnées ou des contrats à livrer prépayés). Ce type d'opération est courant aux États-Unis, mais le cadre applicable aux rachats de titres au Canada, notamment la nécessité d'obtenir l'autorisation

préalable des autorités de réglementation ainsi que la limitation actuelle des rachats à l'étranger, empêche les émetteurs assujettis d'y avoir recours. Malheureusement, aucune information claire n'a encore été donnée quant au moment où il sera possible d'effectuer ce type d'opérations.

Mise à jour du système d'alerte et du régime de déclaration mensuelle

Information sur les dérivés équivalents à des actions

En 2013, les ACVM ont proposé que les investisseurs incluent les « dérivés équivalents à des actions », c'est-à-dire des positions sur des dérivés d'actions qui sont substantiellement équivalentes, au plan économique, à des participations en actions conventionnelles, y compris les swaps sur rendement total, dans le calcul de leur niveau de détentions de titres en propriété véritable afin de déterminer si le seuil déclenchant l'obligation de déclarer a été franchi. En raison des objections soulevées, les ACVM ont décidé de ne pas imposer d'obligations de déclaration, mais elles ont indiqué dans l'*Instruction générale 62-203 relative aux offres publiques d'achat et de rachat* (l'Instruction générale 62-203) dans quelles circonstances il pourrait être nécessaire de tenir compte des dérivés. Les ACVM proposent de revenir sur leurs positions après la décision de l'Alberta Securities Commission dans l'affaire *Re Bison Acquisition Corp.* [PDF].

Dans cette affaire, un groupe d'experts de l'ASC s'est penché sur l'utilisation de swaps sur rendement total réglés en espèces et sur la communication d'information sur ceux-ci dans le cadre d'une offre publique d'achat non sollicitée. Dans sa décision de 2021, ce groupe d'experts a déterminé qu'en ne communiquant pas d'information sur les swaps, l'initiateur n'avait pas enfreint les règles applicables du système d'alerte, mais que l'utilisation de ces swaps et l'information communiquée sur ceux-ci étaient clairement « abusives » à l'endroit des porteurs de titres visés.

Les ACVM ont conclu que la communication d'informations par les initiateurs dans le cadre d'offres publiques d'achat, ainsi que la sollicitation de procurations dans le cadre d'une course aux procurations pour laquelle une circulaire de sollicitation de procurations doit être transmise, sont essentielles à la transparence et à la prise de décisions éclairées. Les modifications proposées rendraient obligatoire la communication d'informations sur les positions financières globales des initiateurs et des porteurs de titres dans le cadre d'une offre publique d'achat ou de la sollicitation de procurations (soit le regroupement de la propriété véritable et de l'intérêt économique dans des instruments financiers connexes et dans d'autres conventions, arrangements ou accords ayant pour effet de modifier le risque financier auquel ils s'exposent). Cette obligation, qui est plus restrictive que l'obligation d'information sur les dérivés équivalents à des actions selon le système d'alerte vise à concilier l'équité de l'information et certaines des objections qui ont été soulevées.

Les exigences proposées ne modifient pas les exigences actuelles en vertu du système d'alerte dans la mesure où les équivalents financiers ne sont généralement pas pris en compte pour déterminer si le seuil de déclaration selon le système d'alerte a été franchi. La déclaration serait exigée dans les notes d'information relatives à une offre publique d'achat et les circulaires de sollicitation de procurations. En cas de variation du risque financier au cours de l'offre, un communiqué de presse contenant des informations mises à jour devra être publié. En cas de variation du risque financier durant la sollicitation de porteurs de titres, une mise à jour de la déclaration selon le système d'alerte devra être effectuée.

Obligations d'information sur les intentions selon le système d'alerte

Les modifications apportées en 2016 au système d'alerte, on exigeait notamment de l'information plus détaillée sur l'objectif de l'opération et sur les projets ou intentions de l'acquéreur ou des alliés. Les ACVM ont constaté que l'information fournie consiste souvent en des phrases toutes faites et générales qui permettent d'éviter une mise à jour des déclarations en cas de changement des intentions ou si des mesures particulières ont été prises. Les acquéreurs ont pris l'habitude de déposer une déclaration selon le système d'alerte mise à jour seulement à la conclusion d'une entente définitive.

Par conséquent, les ACVM proposent de préciser leurs attentes dans l'Instruction générale 62-203 notamment en exigeant ce qui suit :

- chaque fois qu'ils sont tenus de déposer une déclaration selon le système d'alerte, les acquéreurs devraient réévaluer l'exactitude de l'information figurant dans la dernière déclaration selon le système d'alerte qu'ils ont déposée à l'égard de leurs projets ou intentions, et de tout allié;
- bien que les ACVM considèrent généralement qu'un changement dans les projets ou intentions se produira au plus tard à la signature d'une entente définitive visant la conclusion d'une opération, au lancement d'une offre publique d'achat ou à l'annonce publique d'une sollicitation de procurations, selon le cas, l'acquéreur devrait mettre à jour sa dernière déclaration selon le système d'alerte dès que survient un changement dans ses projets ou intentions, ou si lui ou un allié a pris des mesures irrévocables pour réaliser une éventuelle opération, même s'il y était indiqué de façon générale qu'il se réservait le droit d'entreprendre les actions énumérées à la rubrique 5 de la déclaration selon le système d'alerte;
- les mesures significatives prises par un acquéreur ou un allié relativement à une opération ou à un événement en particulier peuvent constituer, individuellement ou collectivement, un changement dans les projets ou intentions exposés dans la dernière déclaration selon le système d'alerte déposée par l'acquéreur.

La directive tente d'établir un juste équilibre entre les pratiques du marché et le besoin de renseignements plus pertinents et plus récents. Cependant, le libellé reste encore très ambigu, surtout en ce qui a trait à l'application de la directive proposée à une opération de transformation en société fermée par un initié. Aucune autre information n'a été fournie sur les circonstances qui rendent « irrévocables » les mesures prises par l'acquéreur ou un allié, ni sur les « mesures significatives » qui justifient une mise à jour de la déclaration selon le système d'alerte. Nous nous inquiétons du fait qu'une information divulguée prématurément conformément à cette directive, avant la signature d'une entente définitive, pourrait avoir des conséquences défavorables importantes sur l'opération et le marché, surtout dans le cas d'opérations de transformation en société fermée faisant intervenir des initiés.

Système d'alerte et alliés

Les changements proposés au système d'alerte tiennent également compte de la décision de la British Columbia Securities Commission dans l'affaire *Re NorthWest Copper Corp.*. Dans cette affaire, un groupe d'experts a déterminé que, si des parties agissent de concert, les règles du système d'alerte *ne s'appliquent que si*, par suite d'une *acquisition subséquente*, les alliés détiennent collectivement au moins 10 % des titres, et qu'à elle seule la formation d'une

relation d'allié ne déclenchait pas l'obligation de produire une déclaration selon le système d'alerte, à moins qu'une acquisition ne soit réalisée.

Les ACVM ne sont pas d'accord et proposent des modifications qui rendraient obligatoire la production d'une déclaration selon le système d'alerte dès la formation d'une relation d'allié si les alliés détiennent collectivement plus de 10 % des titres d'une catégorie donnée. Toute personne agissant de concert avec une ou plusieurs autres à l'égard d'un émetteur serait réputée avoir acquis les titres dont les autres alliés sont propriétaires véritables ou sur lesquels ils exercent une emprise, au moment où elles ont commencé à agir de concert.

Les ACVM ont confirmé que cette proposition s'appliquera uniquement aux déclarations selon le système d'alerte et qu'en l'absence d'une acquisition subséquente, la formation d'une relation d'allié ne constituera pas une offre publique d'achat, même si les alliés détiennent ou contrôlent collectivement au moins 20 % des titres en circulation d'une catégorie.

On peut s'attendre à ce que cette proposition ne fasse pas l'unanimité étant donné que l'établissement d'une relation d'allié est d'ordre factuel et que, sans acquisition correspondante de titres pour confirmer la relation, l'existence d'une relation d'allié, avec tout ce qu'elle implique, pourrait rester contestable.

Système d'alerte et PAPE

Après qu'une société fermée est devenue un émetteur assujéti (structure de capital à double catégorie ou autre forme de restructuration), les porteurs de titres importants déposent rarement une déclaration selon le système d'alerte lors de la réalisation d'un premier appel public à l'épargne (PAPE) s'il n'y a aucune raison structurelle qui justifie l'acquisition de titres de la société fermée par les actionnaires existants. S'il n'y a aucune acquisition de titres comportant droit de vote ou de titres de capitaux propres après que l'émetteur devient un émetteur assujéti, il n'y a pas non plus d'obligation de dépôt d'une déclaration selon le système d'alerte. Les ACVM estiment que, sans déclaration initiale nécessitant une mise à jour, les porteurs de titres importants pourraient omettre de déclarer des cessions ultérieures de titres, car ils ne sont pas tenus de mettre à jour une telle déclaration.

Certaines autorités en valeurs mobilières exigent, comme condition préalable à l'autorisation d'un prospectus, un engagement des émetteurs garantissant le dépôt par les actionnaires importants d'une déclaration selon le système d'alerte à la réalisation d'un PAPE.

Les ACVM proposent qu'aux fins du système d'alerte, les titres dont une personne a la propriété véritable ou sur lesquels elle exerce une emprise soient réputés être « acquis » au moment où l'émetteur devient un émetteur assujéti. Par conséquent, tous les actionnaires importants devront déposer une déclaration initiale selon le système d'alerte à la clôture du PAPE. En revanche, les ACVM ont confirmé que l'obligation de dépôt d'un communiqué et les dispositions d'interdiction provisoire d'opérations ne s'appliqueront pas.

Autres précisions concernant le système d'alerte et le régime de déclaration mensuelle

Voici d'autres précisions proposées concernant les dépôts selon le système d'alerte et le régime de déclaration mensuelle :

- une déclaration subséquente selon le système d'alerte doit être déposée en cas de

- variation d'au moins 2 % du pourcentage de participation de l'acquéreur par rapport au pourcentage indiqué dans sa dernière déclaration;
- les investisseurs institutionnels admissibles doivent déposer une déclaration mensuelle lorsque sont franchis des seuils fixes de 2,5 % en excédent de 10 % (par exemple, 12,5 %, 15 %, 17,5 %, etc.);
 - les investisseurs institutionnels admissibles qui sont dispensés des exigences du système d'alerte ne sont pas dispensés de l'obligation de publier un communiqué en lien avec des offres publiques d'achat ou de rachat non dispensées;
 - les investisseurs institutionnels admissibles qui ne déposent pas de déclarations en vertu du régime de déclaration mensuelle peuvent se prévaloir de ce dernier ou y être admissible à nouveau après une exclusion en déposant un communiqué mentionnant leur intention de le faire et leur admissibilité à ce régime;
 - des indications sur le calcul des seuils et sur l'effet de l'acquisition de titres convertibles qui ne sont pas convertibles durant la période de 60 jours applicable aux propriétaires véritables de ces titres.

Autres modifications proposées

Les ACVM ont proposé d'autres modifications, notamment :

- éliminer la dispense pour les achats sur le marché respectant le seuil de 5 % pendant la durée d'une offre publique d'achat;
- d'élargir les dispenses des régimes d'offres publiques d'achat et de rachat pour y inclure les émetteurs non assujettis;
- inscrire dans la réglementation la dispense accordée précédemment à des émetteurs pour des offres publiques de rachat réalisées au moyen d'un processus modifié d'adjudication à la hollandaise. Ce processus offre plus de souplesse au niveau des prix que les offres publiques de rachat à prix fixe et permet aux actionnaires de déposer leurs actions en réponse à l'offre de l'émetteur a) en indiquant le nombre de titres déposés dans une fourchette de prix déterminés ou b) en indiquant le nombre d'actions à racheter au prix le plus bas déterminé par la société;
 - Les modifications permettront aux émetteurs de prolonger les offres publiques de rachat réalisées au moyen d'un processus modifié d'adjudication à la hollandaise sans devoir prendre livraison de tous les titres déposés en réponse à l'offre si certaines conditions sont respectées.
 - Ces conditions sont destinées à faciliter la prolongation de l'offre lorsque le nombre de titres déposés en réponse à l'offre est inférieur au nombre minimum prévu et que le cours des titres n'est pas supérieur au prix par titre le plus élevé offert par l'émetteur.
- inscrire dans la réglementation la dispense accordée précédemment pour introduire l'option de « dépôt proportionnel » dans les offres publiques de rachat importantes;
 - Ce mécanisme permet aux porteurs de titres de maintenir leur quote-part dans l'émetteur après la réalisation de l'offre.
- permettre aux émetteurs d'acquérir des titres convertibles dans le cadre d'une offre

publique de rachat.

Avis de consultation

Les parties intéressées ont jusqu'au 12 août 2026 pour soumettre des commentaires. Les ACVM ont dressé la liste des questions pour lesquelles elles sollicitent des commentaires. Nous invitons les participants au marché à soumettre des commentaires et nous serions heureux de discuter avec vous des propositions.