

La Cour d'appel de l'Ontario donne des indications sur la signification de « changement important » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*



31 MAI 2023 14 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

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

Auteurs(trice): [Craig Lockwood](#), [Alan Hutchison](#), [Elie Farkas](#), [Jeremy Fraiberg](#)

Le 24 mai 2023, la Cour d'appel de l'Ontario a rendu deux décisions, *Peters v. SNC-Lavalin Group Inc* (SNC) et *Markowich v. Lundin Mining Corporation* (Lundin), qui fournissent des indications utiles sur ce qui constitue un « changement important » aux fins des obligations d'information prévues par la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

Contrairement à un « fait important », c'est-à-dire tout fait dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur des valeurs mobilières de l'émetteur, un « changement important » doit comporter, pour l'émetteur, « un changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital ». Il s'avère souvent difficile de déterminer si et quand il y a eu un changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital d'un émetteur.

La Cour d'appel a approuvé une analyse en deux étapes pour déterminer si un changement important s'est produit. Tout d'abord, le tribunal doit déterminer si l'émetteur a connu un « changement », au sens large, ce qui inclut un changement dans le risque auquel les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'entreprise sont exposés. Cette étape ne comprend pas une évaluation de l'ampleur du changement. La deuxième partie de l'analyse du tribunal, telle qu'elle est prescrite par la loi, comprend nécessairement la nécessité de déterminer si le changement est raisonnablement susceptible d'avoir un effet appréciable sur le cours des valeurs mobilières de l'émetteur. La Cour d'appel a précisé que ce n'est qu'à cette deuxième étape de l'analyse que le tribunal examine l'ampleur ou l'importance du changement.

L'arrêt SNC : une définition large du terme « changement »

Dans l'affaire SNC, le demandeur a demandé l'autorisation d'intenter une action sur le marché secondaire en raison de l'omission alléguée de SNC de divulguer le contenu d'un entretien téléphonique que celle-ci a eu avec le Service des poursuites pénales du Canada (SPPC) le 4 septembre 2018. Lors de cet entretien téléphonique, SNC a été informée qu'elle ne serait pas invitée à négocier un accord de réparation^[11] qui aurait permis de résoudre une poursuite en cours intentée contre elle pour fraude et corruption.

En première instance, le juge des requêtes a rejeté la demande d'autorisation du demandeur, estimant qu'il n'y avait aucune possibilité raisonnable que l'entretien téléphonique de septembre 2018 constitue un « changement important » au sens de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

En vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*, un « changement important » est, pour un émetteur, « un changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital dont il est raisonnable de s'attendre qu'il aura un effet appréciable sur le cours ou la valeur de ses valeurs mobilières ».

Le juge des requêtes a estimé que l'entretien ne constituait pas un changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de SNC parce qu'il n'y avait pas de changement dans le risque auquel SNC était confrontée à ce moment-là. SNC était confrontée à la perspective de poursuites avant l'entretien et continuait à l'être après celui-ci. De plus, SNC a continué à négocier un accord de réparation avec le SPPC pendant plus d'un mois jusqu'à ce que le SPPC confirme, le 9 octobre 2018, qu'il n'accéderait pas à la demande d'accord de réparation de SNC. SNC a communiqué cette information rapidement, le 10 octobre 2018.

Le demandeur a fait appel, arguant que le juge des requêtes avait commis une erreur dans son interprétation du terme « changement » et qu'il avait conclu que l'entretien de septembre 2018 ne constituait pas un changement important.

La Cour d'appel a rejeté l'appel du demandeur, estimant que le juge des requêtes avait, tout compte fait, adopté une définition très large du terme « changement » et que, même avec cette définition, on ne pouvait pas considérer l'entretien de septembre 2018 comme un changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de SNC.

Le juge Favreau, écrivant pour la Cour d'appel, a conclu que le juge des requêtes avait correctement statué que le terme « changement » devait s'appliquer aux faits en l'espèce.

À juste titre, selon la Cour d'appel, la seule limite que le juge des requêtes a imposée à ce qui pourrait constituer un « changement » en vertu de la Loi était qu'un « changement » ne comprend pas les circonstances externes qui n'entraînent pas de changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'émetteur, même si elles peuvent avoir un effet sur le cours de l'action de l'émetteur. Contrairement au juge des requêtes dans l'affaire *Lundin* (voir ci-dessous), le juge des requêtes dans l'affaire SNC n'a pas considéré à tort que la définition du terme « changement » prévue par la Loi renfermait un élément d'« ampleur ».

La Cour d'appel a également rejeté l'argument du demandeur selon lequel le juge des requêtes n'avait pas tenu compte du fait qu'un « changement » pouvait inclure un changement dans le risque auquel les activités commerciales, l'exploitation ou le capital d'un émetteur sont confrontés. Le tribunal a plutôt conclu que le juge des requêtes avait correctement pris en compte cette question et qu'il avait simplement conclu, sur la base de la preuve présentée, qu'il n'y avait aucune possibilité raisonnable que l'entretien de septembre 2018 soit accueilli au procès comme constituant un changement dans le risque auquel les activités commerciales de SNC étaient confrontées. Le risque que SNC soit poursuivie était déjà connu des investisseurs au moment de l'entretien de septembre 2018, et l'entretien n'a pas changé ce risque.

L'arrêt *Lundin* : « un changement est un changement »

Comme nous l'avons mentionné dans notre Rétrospective de l'année juridique 2022, dans l'affaire *Lundin*, le demandeur a sollicité l'autorisation d'intenter une action en justice sur le marché secondaire pour le motif que, selon lui, Lundin aurait tardé à dévoiler l'instabilité des parois de sa mine de cuivre au Chili et leur éventuel éboulement. Lundin n'a communiqué ces événements qu'environ un mois après leur survenance, à la suite de quoi le cours de ses actions a baissé considérablement. Le demandeur a fait valoir que ces événements constituaient un « changement important » nécessitant la communication immédiate de l'information.

Comme ces questions se posaient dans le contexte d'une demande d'autorisation en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*, le demandeur devait simplement convaincre le tribunal que sa demande avait « une possibilité raisonnable d'être accueillie au procès ». Le juge des requêtes a finalement estimé que le demandeur avait établi qu'il avait une possibilité raisonnable de prouver que les événements contestés étaient « importants » parce qu'il était raisonnable de s'attendre qu'ils aient un effet appréciable sur le cours des valeurs mobilières de Lundin. Le juge a néanmoins estimé qu'ils ne constituaient pas un « changement important » au sens de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

Le juge des requêtes a estimé que ni l'instabilité des parois de la mine ni leur éboulement ne constituaient un « changement » dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de Lundin, car il s'agissait de risques reconnus et inhérents aux activités d'extraction minière à ciel ouvert de Lundin, qui n'empêchaient pas Lundin de poursuivre ses activités d'extraction de cuivre. L'interprétation étroite du mot « changement » par le juge des requêtes était fondée sur le fait que le terme « changement important » est défini de manière plus restrictive que le terme « fait important » dans la *Loi sur les valeurs mobilières*.

La Cour d'appel a infirmé la décision du juge des requêtes et a accordé au demandeur l'autorisation de poursuivre son action en justice sur le marché secondaire.

Le juge Favreau, s'exprimant à nouveau au nom de la Cour d'appel, a statué que le juge des requêtes avait commis une erreur en interprétant l'expression « changement dans [les] activités commerciales, [l']exploitation ou [le] capital » de l'émetteur de façon trop restrictive, en particulier dans le contexte d'une requête en autorisation où le demandeur n'avait qu'à démontrer qu'elle avait une « possibilité raisonnable d'être accueillie » fondée sur une « [Traduction libre] interprétation plausible de la loi et de la preuve ».

Ce faisant, la Cour d'appel a approuvé une analyse en deux étapes pour déterminer s'il y a eu un « changement important ». Tout d'abord, le tribunal doit déterminer s'il y a eu, pour l'émetteur, un « changement dans ses activités commerciales, son exploitation ou son capital ». Ensuite, le tribunal doit déterminer si le changement est « important » au point qu'il soit raisonnable de s'attendre qu'il ait un effet appréciable sur la valeur des actions de l'émetteur. Le tribunal a estimé que le juge des requêtes avait interprété à tort que la première étape de cette analyse renfermait nécessairement un élément d'« ampleur », alors que cette question d'ampleur devait généralement être répondue à la deuxième étape de l'analyse.

S'appuyant sur l'arrêt de la Cour suprême dans l'affaire *Kerr c. Danier Leather*, la Cour d'appel a statué que la distinction entre un « changement important » et un « fait important » n'est pas axée sur l'ampleur du changement, mais plutôt sur la question de savoir si le changement était *externe* à l'entreprise par opposition à la question de savoir si le changement était *interne* aux activités commerciales, à l'exploitation ou au capital de l'entreprise. Un « fait important » peut être extérieur à l'entreprise, alors qu'un « changement

important » ne peut généralement pas l'être.

En évaluant si l'instabilité des parois et leur éboulement constituaient un changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de *Lundin*, le tribunal a finalement conclu que le juge des requêtes n'aurait pas dû limiter son analyse à la question de savoir si *Lundin* avait complètement changé l'orientation de ses activités commerciales, cessé d'exploiter sa mine ou modifié la structure de son capital. Tant que le changement n'était pas « [Traduction libre] extérieur à l'entreprise sans qu'il en résulte un changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'entreprise », le juge des requêtes aurait dû estimer que le premier critère de la question de savoir s'il s'est produit un « changement important » était satisfait.

Le tribunal a également estimé que l'expression « activités commerciales, exploitation ou capital » est large. Le terme « exploitation », par exemple, peut se rapporter à un large éventail de changements au sein d'une entreprise, y compris, comme c'était le cas dans l'affaire *Lundin*, une interruption de la production et une modification du calendrier en raison d'un accident ou d'une défaillance d'équipement.

En appliquant l'interprétation correcte, le tribunal a estimé que le demandeur s'était en fait acquitté de la charge qui lui incombaît de démontrer une « possibilité raisonnable » d'établir que l'instabilité des parois et leur éboulement constituaient des « changements » dans l'« exploitation » de *Lundin*.

En accueillant l'appel du demandeur dans l'affaire *Lundin*, le tribunal a approuvé l'interprétation large et appuyée sur les faits du terme « changement » prescrite par le juge des requêtes dans l'affaire *SNC*, soulignant qu'« [Traduction libre] un changement est un changement et qu'il doit être défini de manière large, en particulier dans le contexte d'une requête en autorisation ».

Principaux points à retenir

Les décisions complémentaires de la Cour d'appel dans les affaires *Lundin* et *SNC* confirment la distinction entre les faits importants et les changements importants. Certains documents d'information, comme les prospectus, doivent présenter tous les faits importants. L'obligation de communiquer de l'information en temps opportun se limite aux changements importants.

Les émetteurs et leurs conseillers ont souvent du mal à faire la distinction entre un fait important et un changement important. Les négociations en vue d'une fusion sont un exemple de fait important ne constituant généralement pas un changement important. Bien que l'on puisse raisonnablement s'attendre à ce que le fait que des négociations de fusion soient en cours ait un effet appréciable sur le cours des valeurs mobilières de l'émetteur, il n'y a généralement pas de changement dans les activités commerciales, l'exploitation ou le capital de l'émetteur tant que la décision de conclure l'opération n'a pas été prise. Dans d'autres cas, il n'est pas aussi facile de faire cette distinction.

D'autres difficultés peuvent apparaître lorsqu'un changement évolue dans le temps. Par exemple, l'affaire *Lundin* concernait une mine à ciel ouvert. Ce type d'exploitation minière illustre les difficultés à cerner le moment où un changement important se produit réellement. Les parois des mines à ciel ouvert sont surveillées en permanence et lorsque des problèmes de stabilité apparaissent, il faut souvent du temps pour qu'ils se manifestent par une rupture totale des parois. Les émetteurs sont généralement réticents à communiquer de l'information tant que la situation n'est pas pleinement comprise, afin de garantir que l'information communiquée est complète, en particulier lorsqu'il s'agit de changements

nécessitant une analyse technique. Les émetteurs auront à décider du moment de la communication de l'information et s'il est préférable de la communiquer dès que possible – même si l'importance relative n'est pas tout à fait établie – ou d'attendre que cette importance soit établie et de prendre le risque de recevoir des réclamations pour ne pas avoir communiqué l'information plus tôt.

Les décisions de la Cour d'appel confirment que, pour déterminer s'il s'est produit un « changement important » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*, il faut analyser la situation en deux étapes distinctes – il faut se demander s'il s'est produit un changement et, dans l'affirmative, si celui-ci est important – et que le terme « changement » doit recevoir une interprétation large.

Ces dernières indications de la Cour d'appel rappellent également que les émetteurs doivent suivre de près les événements susceptibles d'avoir une incidence sur leurs activités commerciales, leur exploitation ou leur capital, et qu'ils doivent rester vigilants et s'assurer qu'ils respectent les obligations d'information continue qui leur incombent en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières*.

[1] Comme nous l'avons mentionné dans un [article précédent](#) (en anglais seulement), depuis le 19 septembre 2018, le *Code criminel* prévoit un régime d'accords de réparation qui permet au poursuivant de négocier un accord avec une organisation à qui une infraction est imputée en échange du respect de certaines conditions.