

Tirer profit de la simplicité : efforts de la SEC pour la simplification de la divulgation et autres développements aux États-Unis

13 DÉCEMBRE 2019 17 MIN DE LECTURE

Expertises Connexes

- [Marchés financiers](#)

Auteurs(trice): [Rob Lando](#), [Jason Comerford](#), Kelsey Weiner

En 2019, la Commission des valeurs mobilières (*Securities and Exchange Commission* ou SEC) des États-Unis a poursuivi ses efforts en vue de simplifier les obligations de divulgation des sociétés ouvertes, a étendu la portée des règles populaires qui permettent aux entreprises émergentes à forte croissance de « tâter le terrain » en les rendant accessibles à toutes les entreprises et a attiré l'attention sur le rôle important des agences de conseil en vote dans le processus de vote par procuration aux États-Unis.

Au rythme du temps – La SEC prend des mesures pour moderniser et simplifier les exigences de divulgation

En mars 2019, la SEC a pris des mesures pour moderniser et simplifier les exigences de divulgation concernant les déclarations d'enregistrement et les rapports périodiques, en adoptant de nouveaux règlements qui sont entrés en vigueur en mai. Les changements visaient à réduire les coûts de conformité pour les sociétés ouvertes, à fournir des renseignements plus utiles et moins répétitifs aux investisseurs et à limiter certaines exigences visant à inclure des renseignements non significatifs.

Parmi les changements importants, notons ce qui suit :

- **Processus de traitement confidentiel** : Les personnes ou sociétés inscrites peuvent maintenant caviarder les renseignements confidentiels dans les contrats importants déposés comme pièces à l'appui des déclarations d'enregistrement et des rapports périodiques, dans la mesure où les renseignements caviardés ne sont pas importants et causeraient vraisemblablement un préjudice concurrentiel à la personne ou société inscrite s'ils étaient rendus publics, et ce, sans devoir d'abord soumettre une demande de traitement confidentiel à la SEC pour examen et approbation.
- **Exigences en matière de pièces à l'appui** : Les personnes ou sociétés inscrites peuvent désormais s'abstenir d'inclure les annexes et les pièces jointes sans importance dans toutes les pièces à l'appui qui sont déposées, plutôt que seulement dans les pièces à l'appui qui sont des ententes d'acquisition ou de réorganisation importantes.
- **Informations à fournir dans les rapports de gestion** : En ce qui concerne les rapports périodiques, les personnes ou sociétés inscrites peuvent maintenant s'abstenir d'inclure

dans leur rapport de gestion le premier des trois exercices couverts par les états financiers inclus dans le rapport périodique si des documents déposés antérieurement auprès de la SEC contenaient déjà une analyse de cet exercice et si les investisseurs n'ont pas besoin de l'analyse de cet exercice pour comprendre la situation financière actuelle de la personne ou société inscrite.

- **Description des biens matériels :** Désormais, l'obligation de décrire les biens matériels exige uniquement la divulgation des biens matériels qui sont importants pour la personne ou société inscrite.

En août, la SEC a également annoncé des modifications proposées visant à moderniser les exigences en matière de divulgation de renseignements sur les activités, les poursuites judiciaires et les facteurs de risque prévus par le Règlement S-K qui est le règlement qui prescrit la plupart des exigences de divulgation de la SEC applicables aux personnes ou sociétés inscrites aux États-Unis.

La SEC propose des modifications des exigences de divulgation concernant l'évolution générale et la description des activités de la personne ou société inscrite :

- **Divulgence fondée sur des principes :** Au lieu de prescrire la divulgation d'éléments d'information particuliers, les nouvelles exigences seraient fondées sur le principe selon lequel une personne ou société inscrite devrait divulguer des renseignements qui sont importants pour comprendre l'évolution générale de ses activités. Les règles fourniraient des exemples des types de renseignements qu'il pourrait être approprié de divulguer (y compris les changements importants apportés à une stratégie d'affaires déjà divulguée), mais ne se limiteraient pas à ces exemples ou n'exigeraient pas que des renseignements soient fournis à l'égard des exemples qui ne sont pas réellement importants pour la personne ou société inscrite.
- **Divulgence axée sur les faits nouveaux :** Dans ses dépôts de documents suivant un dépôt de documents initial, une personne ou société inscrite peut se limiter à fournir une mise à jour de l'évolution générale de ses activités qui porte sur les faits nouveaux importants survenus pendant la période de déclaration, avec un hyperlien actif vers son plus récent dépôt qui, lu conjointement avec cette mise à jour, fournira une analyse complète de l'évolution générale des activités de la personne ou société inscrite.

Les exigences en matière de divulgation pour les actions en justice seraient simplifiées et modernisées par les moyens suivants :

- permettre que l'information requise au sujet des actions en justice importantes soit fournie en incluant des hyperliens ou des renvois à de l'information sur les actions en justice qui se trouve ailleurs dans le document afin d'éviter la divulgation en double.
- réviser le seuil de 100 000 \$ US pour la divulgation des actions en justice liées à des questions environnementales impliquant la personne ou société inscrite et auxquelles le gouvernement est partie en le faisant passer à 300 000 \$ US pour tenir compte de l'inflation.

Les exigences en matière de divulgation des facteurs de risque seraient révisées par les moyens suivants :

- fournir des directives décourageant l'inclusion de facteurs de risque génériques et exigeant la divulgation sommaire des facteurs de risque au début de la section sur les facteurs de risque si cette section compte plus de 15 pages;
- améliorer l'approche fondée sur des principes en matière de divulgation des facteurs de risque en reformulant la norme sur la divulgation de manière à exiger la divulgation des facteurs « importants » au lieu des facteurs « les plus importants »;
- exiger que les facteurs de risque soient regroupés sous des rubriques pertinentes, les facteurs de risque qui peuvent généralement s'appliquer à un placement dans des titres étant présentés à la fin de la section portant sur les facteurs de risque sous une rubrique distincte.

Des modifications connexes seraient également apportées aux éléments correspondants du formulaire 20-F qui est le formulaire de rapport annuel utilisé par les sociétés non assujetties au régime d'information multinational (RIM) qui se qualifient comme émetteurs privés étrangers.

En général, les modifications adoptées et proposées n'auront pas d'incidence importante sur les personnes ou sociétés inscrites canadiennes qui utilisent le RIM parce que ces sociétés sont principalement assujetties aux obligations de divulgation prescrites par les lois canadiennes sur les valeurs mobilières plutôt qu'au Règlement S-K ou au formulaire 20-F. Toutefois, les modifications adoptées et proposées s'appliquent aux personnes ou sociétés inscrites canadiennes qui produisent des rapports au moyen de formulaires américains (comme les rapports annuels au moyen du formulaire 10-K et les rapports trimestriels au moyen le formulaire 10-Q) ou qui produisent des rapports annuels au moyen du formulaire 20-F.

Il n'y a pas de problème avec les fusions et acquisitions – la SEC propose d'assouplir les exigences de divulgation relatives aux acquisitions et aux cessions d'entreprises

En mai, la SEC a proposé des modifications des exigences de divulgation des états financiers pour les acquisitions et les cessions d'entreprises.

Parmi les modifications importantes qu'il est proposé d'apporter à ces règles, mentionnons les suivantes :

- la réduction de la période maximale pour laquelle les états financiers historiques annuels audités d'une entreprise acquise sont requis, selon la significativité, passant de trois exercices financiers à deux exercices financiers (afin d'éliminer l'exigence actuelle d'inclure trois années d'états financiers historiques de l'entreprise ciblée pour une acquisition dont le critère de significativité dépasse 50 %);
- l'élimination de l'exigence selon laquelle les états financiers d'une entreprise acquise doivent être présentés séparément, une fois que les résultats de l'entreprise acquise ont été reflétés dans les états financiers vérifiés de l'entreprise acheteuse pour un exercice financier complet, peu importe le critère de significativité de l'acquisition;
- la révision du critère du « placement » et du critère du « revenu » utilisés pour déterminer la significativité d'une acquisition ou d'une cession afin de mieux tenir compte de

l'importance économique réelle de l'opération pour la personne ou société inscrite et l'utilisation accrue de l'information financière pro forma déposée pour mesurer la significativité;

- l'augmentation du seuil aux termes des critères de significativité pour les cessions afin de n'exiger des informations financières pro forma que si la cession atteint le seuil de significativité de 20 % plutôt que celui de 10 % (pour se conformer au seuil de significativité requis pour les acquisitions) et pour que les tests utilisés pour déterminer la significativité d'une entreprise cédée soient conformes à ceux utilisés pour déterminer la significativité d'une entreprise acquise;
- la modification des exigences en matière d'information financière pro forma afin de permettre des « ajustements de gestion » supplémentaires pour tenir compte des effets raisonnablement probables de l'opération, en plus des ajustements actuellement autorisés et requis.

Bien que les exigences de la SEC en matière d'information financière en vertu du Règlement S-X ne s'appliqueront pas aux personnes ou sociétés inscrites canadiennes qui utilisent les formulaires du RIM, dans de nombreux cas visant certains types d'opérations de fusion et d'acquisition, comme lorsqu'une personne ou société inscrite canadienne acquiert une société ouverte américaine par voie de fusion ou d'échange de titres, les formulaires du RIM ne peuvent pas être utilisés. Par conséquent, les modifications proposées, si elles sont adoptées, pourraient être très avantageuses pour les personnes ou sociétés inscrites canadiennes qui entreprennent ce type d'opérations de fusion et d'acquisition.

Permettre de tâter le terrain en toute liberté

Par le passé, les lois sur les valeurs mobilières des États-Unis compliquaient la tâche des sociétés qui voulaient tâter le terrain avant de procéder à un appel public à l'épargne. Les rencontres avec d'éventuels investisseurs afin d'évaluer leur intérêt à l'égard de l'émission d'un titre pouvaient être considérées comme des offres illégales du titre en question, ce qui avait toujours été interdit sous prétexte que cela constituait des « communications anticipées » survenant avant le dépôt auprès de la SEC d'une déclaration d'enregistrement relativement à l'émission du titre.

Depuis 2012, les règles changent. En vertu de la loi intitulée *Jumpstart Our Business Startups Act* (la loi JOBS), la possibilité de tâter le terrain auprès d'investisseurs institutionnels a d'abord été offerte pour la réalisation d'un PAPE ou de tout appel public à l'épargne subséquent par une entreprise émergente à forte croissance (EEC), au sens attribué à ce terme dans la loi JOBS, grâce à l'ajout de l'alinéa 5d à la loi des États-Unis intitulée *U.S. Securities Act*. En septembre 2019, la SEC a adopté un nouveau règlement pour fournir un deuxième moyen de sonder l'intérêt d'éventuels investisseurs institutionnels que toutes les sociétés peuvent utiliser (Règlement 163B). Ce règlement est entré en vigueur le 3 décembre 2019.

En vertu du nouveau Règlement 163B, toute société ou toute personne autorisée à agir en son nom a le droit d'établir des communications visant à tâter le terrain. Une plus grande variété d'émetteurs, et non uniquement des EEC, pourra ainsi consulter plus efficacement d'éventuels investisseurs institutionnels et pourra mieux cerner les renseignements que les investisseurs veulent connaître avant d'effectuer un placement, ce qui fera augmenter par conséquent la probabilité d'une opération fructueuse.

L'alinéa 5d de la *Securities Act* demeure disponible, en plus du Règlement 163B, pour toute

entreprise émergente à forte croissance admissible, et il peut y avoir des avantages et des inconvénients à se prévaloir de l'un plutôt que de l'autre. De plus, il est important de se rappeler, dans le contexte d'un placement transfrontalier de titres, que le fonctionnement des règles canadiennes qui autorisent à tâter le terrain est très différent de celui de l'alinéa 5d de la *Securities Act* ou du Règlement 163B. Plus particulièrement, seul un émetteur qui n'a pas encore réalisé un PAPE peut tâter le terrain au Canada ; il existe également des exigences assez formelles pour l'obtention d'engagements de non-divulgaration auprès d'investisseurs éventuels et aucune rencontre dans le but de tâter le terrain ne peut être tenue dans les quinze jours précédant le dépôt du prospectus provisoire du PAPE.

Pour plus d'information, veuillez consulter la mise à jour d'Osler intitulée *[Appel public à l'épargne : tâter le terrain avant de se lancer](#)* sur le site osler.com.

Modifications des règles relatives aux procurations concernant les conseillers en matière de procuration

En novembre, la SEC a proposé des modifications à ses règles sur les procurations afin d'aider les investisseurs qui ont recours à des services consultatifs en matière de vote par procuration à obtenir des renseignements plus exacts, transparents et complets des agences de conseil en vote. Les modifications proposées obligerait les agences de conseil en vote à divulguer leurs conflits d'intérêts réels ou potentiels et à mettre en place de nouvelles procédures pour donner aux personnes ou sociétés inscrites l'occasion d'examiner les conseils donnés en matière de vote par procuration et de donner leur avis avant qu'ils ne soient communiqués aux investisseurs.

En expliquant le contexte dans lequel s'inscrivent les modifications proposées, la SEC a fait remarquer que les agences de conseil en vote fournissent des conseils de vote à des milliers de clients qui bénéficient d'une procuration pour un nombre important d'actions faisant chaque année l'objet d'un vote. Il est donc essentiel que les conseils de vote par procuration soient fondés sur l'information la plus exacte possible et que les agences de conseil en vote fassent preuve de transparence avec leurs clients au sujet des méthodes et des processus utilisés pour formuler leurs conseils.

Aux termes des modifications proposées, les agences de conseil en vote seraient tenues de divulguer de façon très claire dans leurs conseils :

- tout intérêt important, direct ou indirect, de l'agence de conseil en vote (ou de ses sociétés affiliées) dans l'affaire ou les parties à l'égard desquelles elle fournit les conseils ;
- toute opération ou relation importante entre l'agence de conseil en vote et la personne ou société inscrite, une autre personne sollicitant des procurations ou un actionnaire proposant, relativement à l'affaire en question ;
- tout autre renseignement concernant l'intérêt, l'opération ou la relation de l'agence de conseil en vote qui est important pour évaluer l'objectivité de l'avis de vote par procuration à la lumière des circonstances propres à la relation en question ;
- toute politique ou procédure utilisée pour découvrir tout conflit d'intérêts important découlant de l'intérêt, de l'opération ou de la relation en question, ainsi que les mesures prises pour y remédier.

La SEC a également noté qu'il pourrait y avoir des erreurs factuelles, des lacunes ou des faiblesses méthodologiques dans l'information et les analyses des agences de vote par procuration qui pourraient avoir une incidence importante sur la fiabilité de leurs

recommandations de vote et sur les résultats du vote. La SEC a déclaré que de nombreuses personnes ou sociétés inscrites se sont également dites préoccupées par le fait qu'elles n'ont pas la possibilité d'examiner les conseils de vote par procuration avant qu'ils ne soient diffusés, ainsi que par le fait qu'elles n'ont pas véritablement la possibilité de communiquer avec les agences de conseil en vote et de corriger des erreurs factuelles ou des faiblesses méthodologiques dans leurs analyses. Une fois que les conseils de vote sont fournis aux clients, ce qui se produit souvent très peu de temps avant qu'un pourcentage important des votes ne soit exprimé, il n'est pas possible pour les personnes ou sociétés inscrites d'informer les investisseurs en temps opportun de leurs opinions contraires ou de signaler les erreurs qu'elles ont décelées dans les analyses.

Par conséquent, la SEC propose des mesures visant à faciliter l'amélioration du dialogue entre les agences de conseil en vote, les personnes ou sociétés inscrites et les autres personnes sollicitant des procurations avant que les conseils de vote ne soient communiqués aux clients. Les mesures proposées visent également à fournir aux personnes ou sociétés inscrites et aux autres personnes sollicitant des procurations un moyen de faire connaître leur point de vue sur les conseils avant que les clients des agences de conseil en vote ne soumettent leur vote.

Aux termes des modifications proposées :

- si une personne ou société inscrite assujettie aux règles de la SEC sur les procurations dépose la version définitive de sa circulaire de sollicitation de procurations auprès de la SEC moins de 45 jours civils, mais au moins 25 jours civils avant la date de son assemblée des actionnaires, les agences de conseil en vote devront accorder à la personne ou société inscrite (ou à une autre personne sollicitant des procurations) au moins trois jours ouvrables pour examiner la circulaire et fournir leurs commentaires ;
- si la personne ou société inscrite dépose la version définitive de sa circulaire de sollicitation de procurations 45 jours civils ou plus avant l'assemblée des actionnaires, la période d'examen préalable serait portée à au moins cinq jours ouvrables ;
- si, toutefois, la personne ou société inscrite dépose la version définitive de sa circulaire de sollicitation de procurations moins de 25 jours civils avant l'assemblée des actionnaires, les agences de conseil en vote n'auraient aucune obligation de communiquer leurs conseils avant leur diffusion à leurs clients.

Les agences de conseil en vote seraient également tenues de fournir aux personnes ou sociétés inscrites et aux autres personnes sollicitant des procurations un avis final de leurs conseils de vote au plus tard deux jours ouvrables avant la diffusion des conseils aux clients, que la personne ou société inscrite ou autre personne sollicitant des procurations ait fourni ou non une rétroaction pendant la période prévue pour l'examen et les commentaires.

[Apprenez-en plus sur le groupe spécialisé dans les services juridiques aux États-Unis et les opérations transfrontalières](#)

En plus de la période d'examen et de commentaires et des exigences relatives à l'avis final, les personnes ou sociétés inscrites et les autres personnes sollicitant des procurations auraient également la possibilité de demander que les agences de conseil en vote incluent dans leurs avis un hyperlien dirigeant le destinataire de l'avis vers une déclaration écrite qui expose les opinions de la personne ou société inscrite ou de l'autre personne sollicitant des procurations au sujet de l'avis.

Les règles de procuration de la SEC ne s'appliquent pas aux sociétés canadiennes qui se

qualifient à titre d'« émetteur fermé étranger », ce qui est le cas de la plupart des sociétés canadiennes qui sont inscrites à la SEC. Toutefois, les modifications proposées par la SEC s'appliqueraient directement à toute personne ou société inscrite canadienne qui n'est pas admissible à titre d'émetteur fermé étranger et pourrait également avoir une incidence indirecte importante sur les pratiques des agences de conseil en vote canadiennes.