Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

Mémoire aux membres des ACVM

Consultation sur le projet de *Modernisation de la réglementation des sociétés à capital ouvert*

Novembre 2026

Vers une gouvernance créatrice de valeurs®

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Office of the Superintendent of Securities, Service NL, Terre-Neuve-et-Labrador
Bureau du surintendant des valeurs mobilières des Territoires du Nord-Ouest
Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Yukon
Surintendant des valeurs mobilières du Nunavut

À L'ATTENTION DE:

Me Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour PwC
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Objet : Consultation sur le projet de Modernisation de la réglementation des sociétés à capital ouvert (réponse au document de consultation 51-406)[1]

Madame, Monsieur,

Nous tenons à vous remercier de l'occasion qui nous est fournie de soumettre des commentaires relativement au document de consultation des ACVM publié le 16 juillet 2026.

Créé en 2005 par deux établissements universitaires (HEC Montréal et l'Université Concordia-École de gestion John-Molson) ainsi que par la Fondation Stephen Jarislowsky, l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (« **l'Institut** ou **l'IGOPP** ») est devenu un centre

[1] Veuillez noter que, dans le présent document, le genre masculin est utilisé comme générique dans le seul but de ne pas alourdir le texte. Ainsi, l'utilisation du genre masculin a été adoptée afin de faciliter la lecture et n'a aucune intention discriminatoire.

d'excellence en matière de gouvernance. Par ses activités de recherche, ses programmes de formation, ses prises de position et ses interventions dans les débats publics, l'IGOPP s'est affirmé comme référence incontournable pour tout sujet de gouvernance tant dans le secteur privé que dans le secteur public.

Depuis de nombreuses années, l'IGOPP s'intéresse aux questions relatives à la réglementation des sociétés à capital ouvert. À titre d'exemple, dès 2006, l'Institut s'est penché sur les droits de vote des actionnaires de passage après avoir observé les conséquences des prises de contrôle exercées par des actionnaires de court terme. Cette réflexion remettait en question l'attribution immédiate de l'ensemble des droits associés à la « citoyenneté d'entreprise » dès l'acquisition d'un titre.

Par ailleurs, de 2014 à 2017, notre institut a également produit une série de rapports visant à informer l'Autorité des marchés financiers (AMF) des désirs de modifications en ce qui a trait à la gouvernance et aux obligations d'information continue pour les petites et moyennes entreprises [PME] inscrites sur le TSXV et le TSX. Dans le rapport de 2014 intitulé « Une gouvernance adaptée aux PME cotées en Bourse », l'IGOPP a examiné les exigences de divulgation et de conformité auxquelles les petits émetteurs doivent se soumettre. S'appuyant sur des échanges avec des dirigeants de PME à capital ouvert et des représentants d'investisseurs institutionnels, l'Institut avait alors pu formuler plusieurs recommandations afin d'alléger le fardeau réglementaire des PME tout en maintenant un haut niveau de protection des investisseurs.

Depuis 2020, l'IGOPP suit assidûment l'évolution des premiers appels publics à l'épargne au Canada. Hormis l'année 2021 qui fut exceptionnelle en la matière, le déclin des nouvelles introductions en bourse, parallèlement au nombre croissant de cas de fusions et acquisitions – et de privatisations – nous invitent à pousser la réflexion à un autre niveau afin de maintenir des marchés publics efficients et attrayants. En ce sens, nous accueillons très favorablement la consultation menée par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, et nous sommes heureux de pouvoir contribuer à alimenter la réflexion visant à favoriser l'accès au capital et la compétitivité des marchés des capitaux au Canada.

Nos observations et recommandations sont le fruit de travaux réalisés depuis la fondation de notre Institut. Les réponses sont donc ciblées et limitées aux questions de la consultation qui ont fait l'objet de telles réflexions.

A. Réglementation proportionnelle

Question A1

La méthode actuelle de distinction entre émetteurs émergents et non émergents en fonction de l'inscription à la cote demeure-t-elle le critère adéquat? Devrait-on maintenir le statu quo? Si vous souscrivez au changement, laquelle des trois solutions (A, B ou C) préconisez-vous et pourquoi?

La méthode actuelle comporte certains avantages, mentionnés dans le document de consultation, notamment en matière de facilité d'application. Toutefois, cette méthode peut engendrer une perte de statut en raison de considérations liées davantage au cadre réglementaire qu'à la situation réelle de l'émetteur, et, à contrario, peut permettre à des émetteurs de grande taille d'éviter un cadre réglementaire qui serait autrement adapté en choisissant d'éviter la migration vers une cote qui serait autrement plus adaptée.

Aussi, nous croyons que la méthode actuelle, utilisant le critère de distinction en fonction de l'inscription à la cote, n'est plus adaptée. Le statu quo n'est donc pas une solution à retenir.

Nous croyons donc que la solution B, par l'instauration de critères propres à l'émetteur pour déterminer son statut, devrait être retenue.

Question A2

Quels autres facteurs influent sur la décision d'un émetteur assujetti de maintenir son inscription à la cote d'une bourse de croissance? Dans quelle mesure les émetteurs à grande capitalisation y demeurent-ils inscrits en raison des obligations d'information moindres?

Les discussions que nous avons tenues lors de groupes de travail et lors de différents forums favorisant les échanges sur de tels sujets apportent des réponses hétérogènes, souvent propres à la réalité singulière de chaque émetteur. Toutefois, le poids des obligations d'informations, de même que le caractère parfois jugé stratégique des informations à divulguer en fonction des secteurs d'activités ou segments (lorsque les concurrents sont peu nombreux), demeurent les raisons les plus fréquemment invoquées.

Bien sûr, le fait de quitter la bourse de croissance expose également davantage les sociétés au risque d'être ciblées par des fonds de couverture agressifs, ou par d'autres investisseurs activistes qui ont des orientations à très court terme. Ces événements, hautement disruptifs, sont une crainte réelle et fréquemment manifestée comme facteur potentiel.

Question A4

a) *Quels seraient les seuils ou critères les plus appropriés? Pourraient figurer parmi les éléments à prendre en considération les produits des activités ordinaires, le total des actifs, la capitalisation boursière, le flottant ou d'autres facteurs.*

Un premier critère fondé sur la capitalisation boursière ou le flottant devrait être considéré pour une application qui se doit d'être facilitée. Cependant, ce critère devrait être évalué en parallèle avec d'autres éléments propres aux particularités de l'émetteur et de ses activités, afin d'évaluer le profil de risque (pour les investisseurs et/ou pour la société civile) ou le niveau de complexité, ce qui inviterait nécessairement à une divulgation accrue.

b) *À quel moment évaluer ces paramètres, et à quelle fréquence réviser le statut de l'émetteur pour éviter qu'il oscille entre émergent et non émergent?*

La période retenue doit permettre une certaine latitude pour effectivement éviter qu'un émetteur se retrouve à la frontière entre les deux statuts. Ainsi, un paramètre fondé sur une moyenne pondérée de deux à trois années, par exemple (avec une pondération plus importante pour les années plus récentes), permettrait d'amoindrir les chocs causés par des éléments extraordinaires. La révision pourrait ensuite être prévue à chaque nouveau cycle (deux à trois années), ce qui permettrait de maintenir un statut durant une certaine période.

c) *Comment concevoir cette solution de manière à tenir compte des petits émetteurs non émergents ou des grands émetteurs émergents afin de favoriser efficacement la proportionnalité? Par exemple, faudrait-il adapter encore davantage les obligations d'information de l'émetteur assujetti applicables au sein des catégories d'émetteur émergent et d'émetteur non émergent?*

La simplicité devrait prévaloir afin d'éviter la confusion autant auprès des émetteurs que des investisseurs (ou utilisateurs des informations divulguées). Si un régime allégé – pour chacune des deux catégories – peut prévaloir, il n'y a pas lieu d'adapter encore davantage. Toutefois, si le critère de profil de risque ou de complexité n'était pas retenu tel que discuté en réponse à la sous-question A4 a), alors une adaptation à cet égard devrait être prévue au sein des différentes catégories d'émetteurs.

E. Faits nouveaux aux États-Unis

Question E1

Serait-il avantageux pour les marchés des capitaux du Canada que nous permettions à tous les émetteurs d'adhérer volontairement à notre régime d'information semestrielle? Veuillez motiver votre réponse.

De façon générale, l'Institut se montre très favorable à la possibilité pour les émetteurs d'adhérer volontairement au régime d'information semestrielle.

Le caractère volontaire de la démarche permet aux émetteurs le souhaitant d'évaluer la fréquence de divulgation requise, en considération des avantages et inconvénients de chaque régime. Néanmoins, la possibilité de réduire la fréquence de divulgation constitue un excellent levier pour réduire le court-termisme.

> On entend par court-termisme une décision consciente de la direction (ou du conseil d'administration) de prendre des mesures qui auront un effet positif sur le cours du titre dans un avenir immédiat, tout en sachant que ces mesures pourraient éventuellement s'avérer nuisibles pour le bien-être de l'entreprise. Ainsi défini, on comprend que le court-termisme n'est pas une question de période de temps spécifique; en effet, dans certaines industries, une période de trois ans représente un horizon à long terme (dans le commerce de détail, par exemple), alors que pour d'autres un tel horizon de gestion serait considéré comme à court terme.
>
> Il convient aussi de dissiper une confusion tenace entre le court-termisme de gestion, défini ci-dessus, et le court-termisme d'investissement. Ce dernier reflète un horizon de placement à très court terme, et plusieurs indices nous laissent croire à l'existence de ce phénomène.[2]

Comme le montre la figure 1 (page suivante)[3], les sources de pressions favorisant le court-termisme de gestion sont nombreuses, et influencent grandement le contexte de prise de décision des dirigeants.

[2] Allaire, Y. et F. Dauphin « Quelques manifestations d'une gestion à court terme: l'expérience canadienne et un aperçu du CAC 40 », IGOPP, 2017.
[3] Ibidem

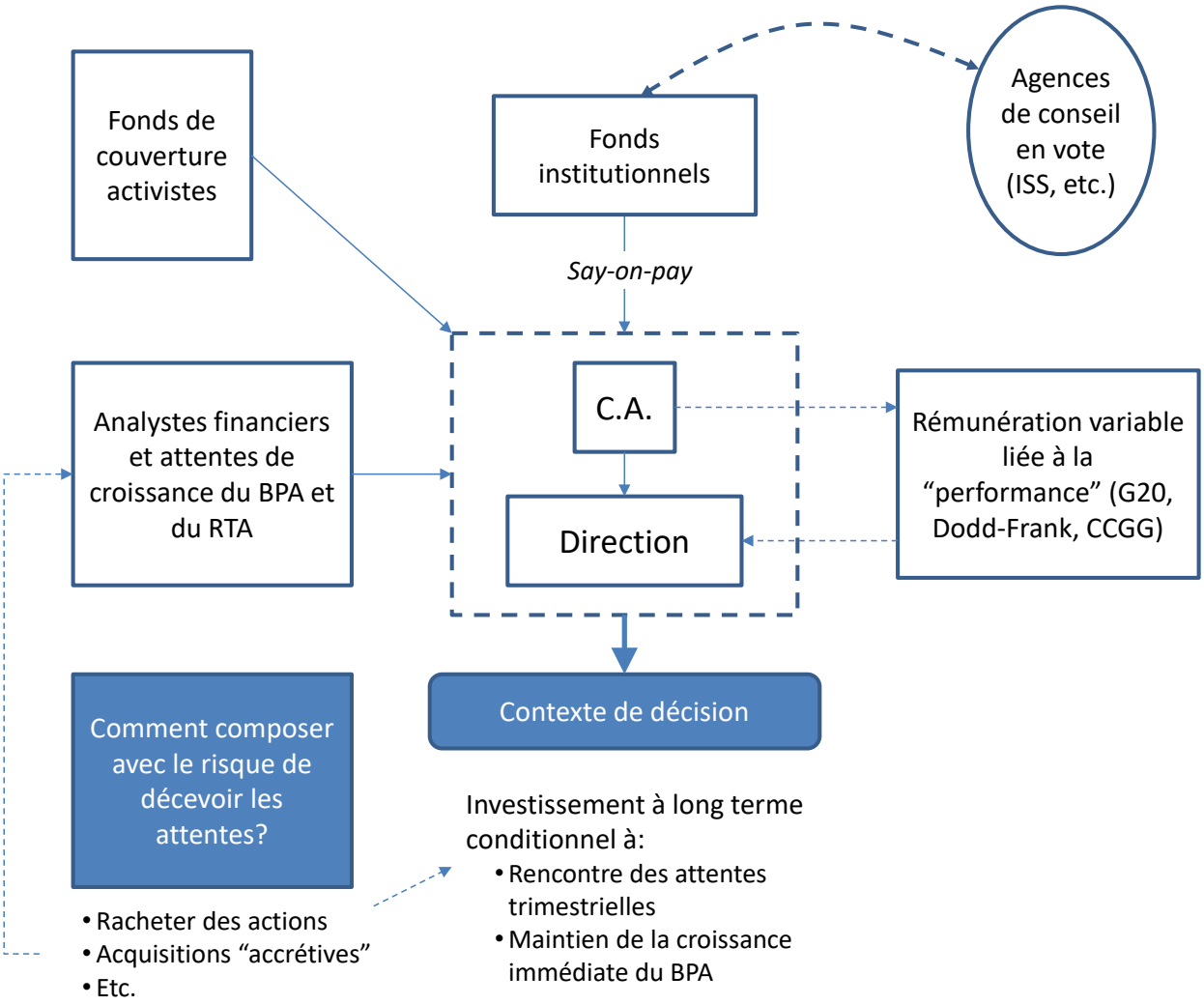


FIGURE 1 Pressions exercées sur le conseil d'administration et la direction
Source : Allaire et Dauphin, 2016

Or, ce contexte repose essentiellement sur la fréquence de divulgation et sur les attentes créées auprès des différents intervenants et parties prenantes intéressées. La possibilité de divulguer semestriellement permettrait ainsi aux émetteurs qui le souhaitent de réellement consacrer leurs ressources à la création de valeur à long terme, pour l'ensemble de leurs parties prenantes, et fournirait ainsi un réel levier pour contrer les comportements opportunistes qui peuvent autrement être associés à du court-termisme de gestion.

D'autres avenues pourraient être explorées en ce sens, et feront l'objet de recommandations dans les réponses aux sous-questions suivantes.

Question E2

Si nous décidions d'ouvrir notre régime actuel d'information semestrielle à adhésion volontaire à l'ensemble des émetteurs :

a) *quelles seraient les conséquences potentielles, positives et négatives, sur la protection des investisseurs, les coûts de conformité ainsi que la transparence et la compétitivité des marchés?*

Les avantages en termes de coûts de conformité sont aisément quantifiables pour chacun des émetteurs. Comme mentionné précédemment, une autre conséquence favorable serait de réduire le recours aux manipulations comptables pour atteindre des objectifs trimestriels, tout en amoindrissant le risque de court-termisme de gestion. Les ressources peuvent ainsi être allouées à la bonne gestion et à l'exécution d'une stratégie d'affaires plutôt qu'à la focalisation obsessionnelle pour l'atteinte de cibles trimestrielles. Ce dernier aspect est particulièrement rebutant pour de nouveaux émetteurs, et constitue un frein réel à la volonté de faire un premier appel public à l'épargne pour de multiples entrepreneurs. Avec l'abondance du capital privé disponible, il est nécessaire de favoriser un environnement qui rendra nos marchés compétitifs. Le régime d'information semestriel constitue assurément un élément important de cet environnement, surtout si un plus grand nombre de pays devait l'adopter.

Les émetteurs connaissent et comprennent bien l'importante de la communication pour conserver l'attrait des investisseurs. Les éléments importants seront toujours divulgués. L'expérience de régimes similaires montre que la transparence n'a pas été réduite.

La protection des investisseurs passe par l'adoption et le maintien d'un cadre de gouvernance rigoureux, mais respectueux des singularités de chaque société émettrice. Les conseils d'administration sont précisément élus à ce titre. Les émetteurs qui optent pour un régime semestriel – tous les émetteurs en fait, mais ceux-ci doivent être particulièrement diligents à cet égard – doivent donc s'assurer de démontrer la qualité, l'exemplarité, de la gouvernance en place, par la légitimité et la crédibilité des administrateurs qui composent le conseil d'administration; ce n'est qu'ainsi que les conseils pourront assumer le rôle de gouvernance que l'on attend d'eux.

La légitimité des conseils sera renforcée par un processus de sélection, de mise en nomination et d'élection garantissant que les administrateurs n'ont pas d'autres intérêts que ceux des parties prenantes, en particulier ceux des actionnaires[4].

> La majorité des personnes nommées ou élues pour siéger au conseil devraient tirer leur légitimité de l'une des deux sources suivantes :

[4] Allaire, Y. (2008) « L'indépendance des administrateurs : un enjeu de légitimité », Prise de position #3, IGOPP.

- Type I : Administrateurs indépendants de la direction et, s'il y a lieu, des actionnaires détenant plus de 10 % du capital-actions ordinaire de l'entreprise. Le conseil, sur la recommandation de son comité de gouvernance ou de nomination, doit témoigner du statut d'indépendance de chacun de ses membres. Pour ce faire: Le conseil doit analyser les relations professionnelles et personnelles entre les administrateurs, d'une part, et l'entreprise, sa direction et ses actionnaires importants, d'autre part. Le conseil et son comité de gouvernance doivent faire cette démarche sérieusement afin d'octroyer le statut d'indépendant uniquement aux administrateurs libres de toute contrainte dans leurs analyses et leurs décisions. Le conseil et son comité de gouvernance doivent être sensibles au caractère circonstanciel de l'indépendance, qui pourrait faire en sorte qu'un administrateur indépendant par définition ne le soit pas entièrement dans certaines situations;
- Type II : Administrateurs qui sont des actionnaires détenant plus de 10 % du capital-actions ordinaire (ou leurs représentants) mais qui ne sont pas membres de la direction.

Les conseils d'organisations sans actionnaire ou sans actionnaire actif détenant plus de 10% du capital-actions ordinaire devraient être composés d'une majorité nette d'administrateurs de type I. De plus, tous leurs comités statutaires devraient être composés exclusivement de membres de type I. Pour les entreprises comptant des actionnaires importants (10% et plus des actions ordinaires) activement engagés dans l'entreprise, leurs conseils d'administration et leurs comités statutaires devraient compter une proportion de membres équivalente à la part d'actions ordinaires détenues par ces actionnaires (leurs intérêts économiques).

Les entreprises ayant un actionnaire important (détenant plus de 10% des actions ordinaires) jouant un rôle actif dans la gestion ou la gouvernance de l'entreprise devraient former un comité permanent composé exclusivement d'administrateurs de type I, chargé de revoir toutes les transactions entre parties apparentées, en particulier entre l'entreprise et cet actionnaire important. Comme c'est le cas pour les autres comités statutaires du conseil, ce comité ferait rapport annuellement aux actionnaires sur ces transactions, le cas échéant.

Pour le cas des entreprises où des actionnaires détiennent des droits de vote qui dépassent leurs intérêts économiques en raison d'une catégorie d'actions avec droit de vote supérieur, les recommandations varient selon la situation[5].

Dans les cas où un descendant ou autre parent de l'actionnaire de contrôle est candidat au poste de chef de la direction, que les membres indépendants du conseil, assistés de conseillers externes, le cas échéant, dressent le profil des qualités personnelles, de l'expérience et des compétences recherchées chez le prochain chef de la direction. Les

[5] Allaire, Y. (2006) « Les actions multivotantes: quelques modestes propositions », Prise de position #1, IGOPP.

membres du comité et du conseil devront étudier attentivement, et avec l'actionnaire de contrôle, les mérites des divers candidats. Le président du comité fera rapport à l'assemblée annuelle des actionnaires suivant l'entrée en fonction d'un nouveau chef de la direction, du processus suivi pour la sélection de ce dernier.

Lorsque l'actionnaire de contrôle ne compte aucun membre de sa famille compétent pour assurer la relève de l'entreprise, au sein de la haute direction ou au sein du conseil d'administration, l'actionnaire de contrôle devrait prévoir une transition de la structure du capital afin d'instaurer une structure à classe unique en vue de son retrait de la direction active ou de sa participation au conseil. La méthode utilisée, qu'il s'agisse d'une clause crépusculaire ou autre, importe peu.

Question E3

Y a-t-il d'autres éléments des déclarations ou des propositions de la SEC qui pourraient être bénéfiques pour les marchés des capitaux du Canada? Veuillez motiver votre réponse en exposant notamment leurs effets attendus sur la protection des investisseurs ou tout désavantage concurrentiel que pourrait éventuellement subir le Canada s'il n'adoptait pas des approches similaires.

Plusieurs éléments abordés par la SEC au sujet de la divulgation entourant les questions de rémunération ne s'appliquent pas pleinement aux émetteurs canadiens qui sont déjà dispensés de certaines des obligations que la SEC souhaite retirer. Toutefois, on note que les plus grands émetteurs canadiens tentent néanmoins de répondre à ces exigences, car une partie de la valorisation dépend de la capacité à susciter l'intérêt des analystes financiers, en plus de faire partie des principaux indices ou être une constituante des plus importants fonds négociés en bourse. Une réduction des exigences américaines qui s'harmonise avec les exigences canadiennes serait de facto favorable en ce sens.

Par ailleurs, au cours de la dernière année, de nombreuses initiatives (par des lois d'États américains) ont été appuyées par un décret présidentiel le 11 décembre 2025, dans lequel la SEC est invitée à prendre des mesures spécifiques au sujet des agences de conseil en vote par procuration.

Le rôle et l'influence de ces agences sont pour le moins inhabituels. Les enjeux relatifs aux conflits d'intérêts, entre autres, poussent vers un meilleur encadrement. On se questionne aussi sur les fondements des standards de gouvernance qu'ils établissent, alors que ceux-ci ne reposent souvent que sur des présomptions et non sur des validations empiriques. Or, ces standards sont désormais utilisés comme des guides formels, souvent au-delà des recommandations d'autorités réglementaires pertinentes, et ce, au détriment de la qualité de la gouvernance qui pourrait autrement être déployée au sein des entités concernées.

À tout le moins, les autorités de réglementation devraient exiger que les conseillers en vote fassent rapport sur leurs normes relativement à la formation et à l'expérience de leurs analystes, un peu comme doivent le faire les agences de notation[6]. De plus, comme souhaite le faire la SEC, les autorités de réglementation canadiennes devraient interdire à de telles agences d'offrir ses services aux sociétés à propos desquelles elles formulent des recommandations de vote par procuration à ses clients institutionnels.

Chaque fois que des conseillers en vote interviennent dans des situations de prise de contrôle, ils recommandent dans les faits que leurs clients institutionnels vendent, ou ne vendent pas, leurs actions à un acquéreur éventuel. Dans ces circonstances, ils devraient être soumis aux règles imposées aux conseillers financiers et aux spécialistes des services de banque d'affaires qui donnent une « opinion » à un conseil d'administration relativement à une opération de fusion ou d'acquisition. Tout conseil de ce type donné par un conseiller en vote devrait préciser à toutes les parties concernées, s'il y a lieu, que le conseiller en vote a agi comme consultant d'une manière quelconque pour l'une des parties qui intervient dans l'opération au cours des deux dernières années.

Dans les cas de courses aux procurations et dans d'autres contextes litigieux, les autorités de réglementation canadiennes devraient exiger des agences de conseil en vote qu'elles dévoilent dans leurs recommandations si le conseiller a été dans un passé récent ou est actuellement engagé par l'un des participants à la course aux procurations visée, ou si l'une des parties intéressées dans une course aux procurations est abonnée aux services de l'agence de conseil en vote, de même que le total des honoraires versés par les parties intéressées à l'agence de conseil en vote.

L'influence disproportionnée de ces agences doit être encadrée. Le recours additionnel aux outils d'intelligence artificielle pour orienter les décisions de vote d'actionnaires institutionnels doit être considéré : les standards d'évaluation utilisés pour formuler les recommandations doivent être les bons, et ceux actuellement proposés par les agences de conseil en vote ne répondent pas systématiquement à ce critère. Ainsi, la réglementation doit être plus musclée à l'égard de ceux qui établissent des recommandations.

Par ailleurs, depuis deux ans, la SEC déploie certains efforts pour réduire, voire limiter, les dialogues de coulisses entre les plus grands investisseurs institutionnels et les émetteurs. L'objectif de ces efforts étant d'éliminer les interventions et les pressions exercées sur les émetteurs pour adopter des politiques et des orientations qui ne sont pas en lien avec des

[6] Allaire, Y. (2013) « Le rôle préoccupant des agences de conseil en vote (« *proxy advisors* ») », Prise de position #7, IGOPP.

objectifs économiques ni dans l'intérêt des actionnaires. Les dialogues de coulisses, par définition, entraînent une asymétrie d'information entre les actionnaires qui participent à ces dialogues et les autres – souvent les actionnaires au détail – qui n'ont pas ce même levier ou accès. Cela constitue donc un enjeu potentiel. Les orientations actuelles tendent à vouloir redonner aux conseils d'administration une plus grande marge de manœuvre décisionnelle. En ce sens, l'IGOPP croit que toute formule qui tend à retirer des prérogatives qui autrement relèveraient du conseil d'administration doit être minimisée, et certaines des réflexions amorcées aux États-Unis tendent vers cette philosophie.

Il faut redonner aux administrateurs le plein exercice de leur fonction, en créant plutôt un cadre de gouvernance adapté sans négliger la rigueur. Des éléments en ce sens ont été exposés en réponse à la question précédente.

F. Commentaires d'ordre général

Question F2

En plus des sujets abordés aux rubriques A à E, quelles autres modifications ou initiatives, selon vous, permettraient de multiplier les occasions de collecte de capital ou de réduire le fardeau réglementaire?

Multiplier les occasions de collecte de capital

Dans un cadre pratique et dans une volonté de multiplier les occasions de collecte de capital, il faudrait promouvoir et accepter les formes de propriété ou les mécanismes rattachés aux droits des actionnaires qui donnent une capacité de gérer pour le long terme[7], mais aussi afin de favoriser les actionnaires « loyaux » par l'obtention de droits additionnels ou privilèges[8]. Ces formes sont variées (certaines nécessiteraient des modifications aux lois en vigueur): 1° actions à vote multiple (en faire la promotion et détruire les mythes à leur sujet); 2° période de détention minimale avant d'acquérir le droit de vote (un an par exemple); 3° vote multiplié et/ou dividende majoré après une période de détention déterminée (la France, par exemple, permet et favorise des variantes de ces mécanismes).

D'autres mécanismes doivent être mis de l'avant, possiblement par une réflexion distincte, mais afin de réduire les conséquences délétères des fonds de couverture activistes.

Nos recherches nous ont permis de constater que toute amélioration de la performance opérationnelle des émetteurs ciblés par des activistes (rendement des actifs, rendement des

[7] Allaire, Y. et F. Dauphin (2017) « Quelques manifestations d'une gestion à court terme: l'expérience canadienne et un aperçu du CAC 40 », IGOPP.
[8] Allaire, Y. (2006) « Droits de vote et citoyenneté dans l'entreprise ouverte », Prise de position #2, IGOPP.

capitaux propres, Q de Tobin) découle principalement de la cession d'actifs, de la réduction des investissements en capital, du rachat d'actions, de la diminution des effectifs et d'autres manœuvres financières élémentaires.

> Bien qu'aucun signe de détérioration ne soit observable sur une période de trois ans, la performance boursière des entreprises ciblées, sur cette même durée, équivaut tout juste à celle d'un échantillon aléatoire d'entreprises. Il apparaît que, pour les investisseurs activistes, le moyen le plus efficace de générer des gains pour leurs fonds consiste à obtenir la vente de l'entreprise ou la cession d'actifs importants. À défaut d'une vente, l'intervention d'un fonds spéculatif se traduit souvent, pour les entreprises ciblées, par un renouvellement de la haute direction et des membres du conseil d'administration, ainsi que par une stagnation des actifs et des investissements en recherche et développement. Nos recherches ne mettent en évidence aucune clairvoyance stratégique supérieure de la part des gestionnaires de fonds spéculatifs ; elle souligne en revanche leur fine compréhension des mécanismes qui influencent le cours des actions à court terme[9].

Ainsi, ces acteurs sont hautement disruptifs pour les émetteurs ciblés par leurs attaques, et le seul risque de faire l'objet d'une telle opération freine de nombreux entrepreneurs à faire un premier appel public à l'épargne. Dans certains cas, les attaques répétées d'actionnaires activistes auront également contribué à ce que des entreprises ferment leur capital et se retirent des marchés, un phénomène qui prend de l'ampleur depuis quelques années.

Les stratégies utilisées par certains vendeurs à découvert constituent également un enjeu pour de nombreux émetteurs. En coulant une information parfois non vérifiée, injustement présentée ou même parfois totalement fausse, ces intervenants nuisent à la crédibilité des marchés dans leur ensemble. Il serait grandement temps que les règles se resserrent autour de ces méthodes.

Il faut mieux protéger les émetteurs ou à tout le moins leur fournir les outils pour se défendre adéquatement, et il faut rendre les auteurs d'attaques répréhensibles davantage imputables des conséquences délétères de leurs interventions sur les émetteurs et leurs parties prenantes.

<u>Réduire le fardeau réglementaire</u>

Dans nos rencontres de consultation[10], les Investisseurs reconnaissaient que les exigences de divulgation peuvent être perçues comme relativement lourdes par les émetteurs. Ils se disaient prudemment favorables à un certain assouplissement, surtout pour les entreprises inscrites à des bourses de croissance. Les investisseurs reconnaissaient généralement qu'il existe une

[9] Allaire Y. et Dauphin F. (2016). "The game of activist hedge fund : Cui bono ?", *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 13, no 4, pp. 279-308.

[10] IGOPP, Groupe de travail sur la gouvernance des PME (2008); rencontres multiples organisées dans le cadre des travaux portant sur la réduction du fardeau de divulgation d'information des PME (2013-2017); sessions de discussions lors de formations sur la gouvernance des PME (2014-2026).

duplication d'information dans certains documents et que l'élimination de ces dernières pourrait être avantageuse pour les émetteurs.

Le nombre médian de pages requises pour les seules circulaires de sollicitations de la direction a augmenté de 439% au cours des 25 dernières années, et le rythme de croissance du nombre de pages nécessaires pour répondre aux attentes de divulgation ne semble montrer aucun essoufflement. La Figure 2, ci-dessous, montre cette évolution.

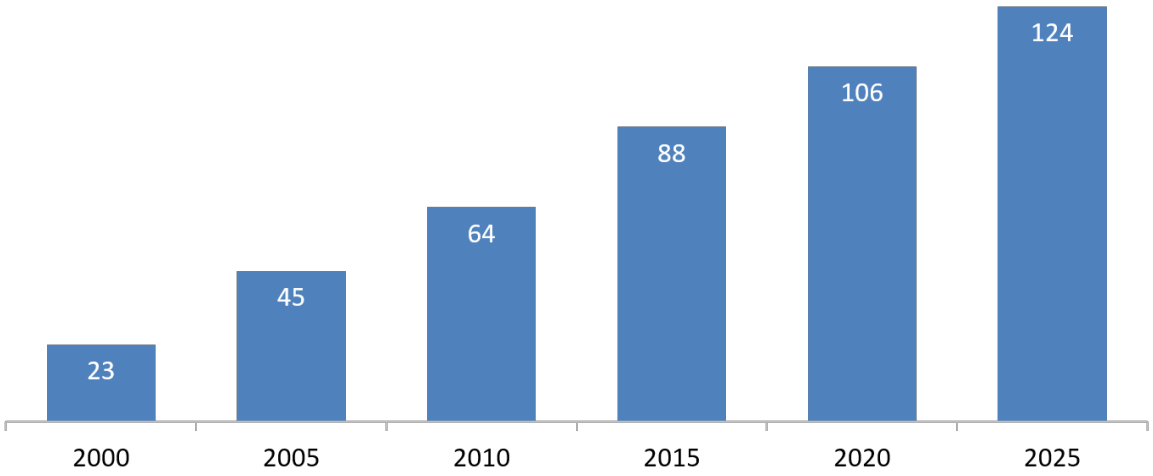


FIGURE 2 Médiane du nombre de pages dans les circulaires de sollicitation de procurations de la direction, échantillon de 25 sociétés composant le TSX 60, 2000-2025
Sources : Circulaires de sollicitation de procurations (sites Web des sociétés, SEDAR+); compilation IGOPP; figure présentée lors du Toronto Global Forum, le 22 octobre 2026, dans le cadre de la conférence intitulée « *The Great Delisting : When the Public Market Loses Its Companies* »

Les standards développés pour évaluer la qualité de la gouvernance et de la divulgation, afin de répondre aux différents types de critères d'évaluation (agences de notation ESG, agences de conseil en vote par procuration, etc.), se sont multipliés au fil des ans. Par crainte de représailles (score désavantageux, recommandations de votes défavorables), les émetteurs ont cherché à répondre aux exigences nouvelles, que celles-ci soient fondées ou non sur des besoins réels, ou que cela s'applique ou non aux particularités de l'émetteur ou aux particularités de ses activités. Le recours aux outils d'intelligence artificielle, et le modèle d'affaires même de ces intervenants externes poussent vers une standardisation des cadres de divulgation afin d'en faciliter l'analyse et la comparaison. Toutefois, cela ne dessert ni les émetteurs, ni – ultimement – les investisseurs.

D'ailleurs, en mars 2026, le *Financial Reporting Council*[11] (FRC) reconnaissait qu'une culture s'était développée au sein de la communauté, incluant les émetteurs, les investisseurs et leurs conseillers, qui considère avec suspicion tout écart par rapport au Code. De ce fait, les entreprises déclarent être pleinement conformes même lorsqu'une approche alternative servirait mieux leurs actionnaires et parties prenantes, produisant ainsi des rapports standardisés qui ne révèlent que peu de choses sur leur véritable gouvernance.

Il y a donc là une source importante de réduction du fardeau réglementaire, et les ACVM devraient, comme le FRC, réitérer l'importance de la qualité sur la quantité, et promouvoir la mise en place et la divulgation des éléments adaptés aux particularités de chaque entreprise.

Bien sûr, l'élargissement du nombre de sociétés admissibles aux critères allégés par une révision de la classification des émetteurs (question A1) constituerait un point de départ important.

[11] Financial Reporting Council, *Improving the quality of 'comply or explain' reporting*, March 16, 2026

Conclusion

Tel qu'il appert des réponses précédentes aux questions de la consultation, la Solution B nous apparaît comme nettement préférable en matière d'approche pour soutenir la réglementation proportionnelle. Par ailleurs, nous réitérons combien l'allègement du fardeau réglementaire nous apparaît comme indispensable pour assurer la compétitivité des marchés des capitaux du Canada, et nous sommes convaincus qu'il est possible de le faire sans nuire à la transparence ou à la protection des investisseurs.

Nous espérons que les informations et réponses contenues dans le présent document seront d'une grande utilité dans vos réflexions à venir.

Nous demeurons disponibles à répondre à toutes questions de votre part.

Veuillez agréer, Madame, Monsieur, l'expression de nos sentiments les meilleurs.

L'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (IGOPP)

(s) François Dauphin

Par : François Dauphin, MBA, CPA
Vice-président exécutif à la recherche de l'IGOPP

(s) Alexandra Langelier

Par : Alexandra Langelier, M.Sc., CPA
Vice-présidente exécutive de l'IGOPP